

A Financial History of the United States

美国金融史

第六卷

金融危机与大衰退

The Financial Crisis and the Great Recession in the United States

2006-2009

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

金凤伟 等◎译





责任编辑：任　娟
封面设计：吴锦明



中国金融出版社
官方微博



中国金融出版社
官方微信



金融青年
微信公众平台

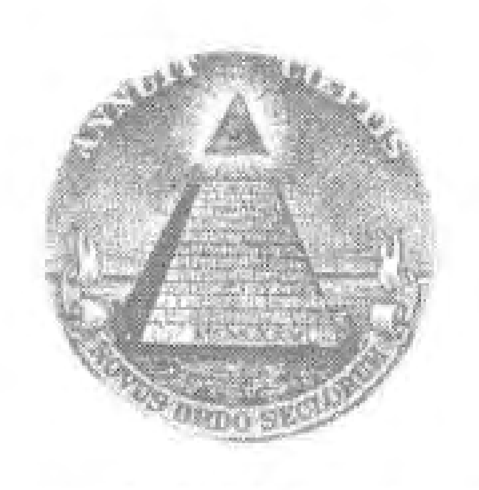


网上书店：www.chinafph.com





定价：88.00元



A Financial History of the United States

美国金融史

第六卷

金融危机与大衰退

The Financial Crisis and the Great Recession in the United States

2006-2009

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

金凤伟 等◎译





责任编辑：任　娟
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国金融史（Meiguo Jinrongshi）. 第六卷/［美］杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）著；金凤伟等译. —北京：中国金融出版社，2018. 5
ISBN 978 - 7 - 5049 - 9032 - 7

Ⅰ. ①美…　Ⅱ. ①杰…②金…　Ⅲ. ①金融—经济史—美国②房地产抵押贷款—金融危机—经济史—美国—2006—2009　Ⅳ. ①F837. 129

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 120622 号

出版发行　中国金融出版社
社址　北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部　(010)63266347，63805472，63439533（传真）
网上书店　http://www.chinafph.com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部　(010)66070833，62568380
邮编　100071
经销　新华书店
印刷　北京市松源印刷有限公司
尺寸　169 毫米×239 毫米
印张　29. 5
字数　413 千
版次　2018 年 5 月第 1 版
印次　2018 年 5 月第 1 次印刷
定价　88. 00 元
ISBN 978 - 7 - 5049 - 9032 - 7
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

致马克汉姆家族

对金钱的态度直接体现了人和动物的区别。

——格特鲁德·斯泰因（Gertrude Stein）

缩略语表

ABCP	资产支持商业票据
ACORN	促进当前变革社区组织协会
AMLF	资产支持商业票据货币市场基金流动性工具
AFSCME	美国州郡市雇员联合会
ARMs	浮动利率按揭贷款
ARS	拍卖利率证券
B&Ls	住房与贷款互助社
BIF	银行保险基金
BIS	国际清算银行
CalPERS	加州公务员退休基金
CARS	汽车折价退款系统
CBOE	芝加哥期权交易所
CDs	存款证
CDOs	抵押债务债券
CDOROM	穆迪的风险模型
CDS	信用违约互换
CEA	《1936 年商品交易法》
CFMA	《2000 年商品期货现代化法》
CFPB	美国消费者金融保护局

CFTC	美国商品期货交易委员会
CIBC	加拿大帝国商业银行
CME	芝加哥商业交易所
CMOs	抵押担保债券
CoCos	应急可转债
CPDO	固定比例债务债券
CPFF	商业票据融资工具
CRA	《1977年社区再投资法》
CSEs	并表监管实体
CTAs	商品交易顾问
DCMs	指定合约市场
DCO	衍生品结算机构
DOE	美国教育部
DTCC	美国证券托管结算公司
DTEFs	衍生品交易执行设施
ECB	欧洲中央银行
ECMs	豁免商业市场
ECNs	电子通信网络
ERISA	《1979年职工退休收入保障法》
ETFs	交易所交易基金
FASB	财务会计准则委员会
FCIC	美国金融危机调查委员会
FCM	期货佣金商
FDIC	美国联邦存款保险公司
FERC	美国联邦能源监管委员会
FFEL	联邦家庭教育贷款
FHA	美国联邦住房管理局

FHLBB	美国联邦住宅贷款银行委员会
FHLBs	联邦住房贷款银行
FinCEN	美国金融犯罪执法网
FINRA	美国金融业监管局
FIO	美国联邦保险办公室
FIRREA	《1989 年金融机构改革、复兴和实施法》
FRBNY	纽约联邦储备银行
Freddie Mac	房地美
FSA	英国金融服务管理局
FSB	金融稳定理事会
FSLIC	美国联邦储蓄贷款保险公司
FSOC	美国金融稳定监管委员会
FTC	美国联邦贸易委员会
GAO	美国政府问责局
GDP	国内生产总值
Ginnie Mae	吉利美
GSEs	政府担保企业
HAMP	房贷可负担贷款调整计划
HMDA	《1975 年住房贷款披露法》
HOEPA	《1994 年住房所有权和房产净值保护法》
HOLC	房主贷款公司
HUD	美国住房和城市发展部
IASB	国际会计准则理事会
ICE	美国洲际交易所
IMF	国际货币基金组织
IOSCO	国际证监会组织
IPO	首次公开发行

ISDA	国际掉期与衍生工具协会
ITIN	个人纳税人识别号
JGBs	日本政府债券
KKR	科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨
LBOs	杠杆收购
LGIP	地方政府投资基金(佛罗里达)
LIBOR	伦敦银行间同业市场拆借利率
LTCM	长期资本管理
M&A	并购
MERS	按揭贷款电子登记系统
MGIC	按揭贷款担保保险公司
MLEC	超级流动性增级管道
MMIFF	货币市场投资者融资工具
MOC	美国按揭贷款发放委员会
MRBs	按揭贷款收入债券
MSRB	市政证券法规制定委员会
NAIC	全国保险监管协会
NAMA	爱尔兰国家资产管理局
NASAA	北美证券管理者协会
NASD	全国证券交易商协会
NASDAQ	纳斯达克
NAV	资产净值
NBER	美国国家经济研究局
NCUA	美国国家信用社管理局
NFA	美国全国期货协会
NOW	可转让支付命令
NRSROs	全国认可信用评级机构

NSMIA	《1996年全国性证券市场促进法》
NYBOT	纽约期货交易所
NYMEX	纽约商品交易所
NYSE	纽约证券交易所
OCC	期权清算公司
OCC	美国货币监理署
OFAC	美国财政部海外资产控制办公室
OFHEO	美国联邦住房企业监管办公室
OPEC	石油输出国组织
OSHA	美国职业安全健康局
OTC	场内交易
OTS	储蓄监督办公室
PennyMac	私营全国性房贷收购公司
PIPEs	上市后私募投资
PPIP	公私合作投资计划
PWG	美国总统金融市场工作组
RBS	苏格兰皇家银行
REIT	房地产投资信托
REMICs	房地产按揭投资管道
RESPA	《1974年房地产交割程序法案》
RFC	复兴金融公司
RPF	首要储备基金
RTC	重组信托公司
S&L	储蓄和贷款协会
SAIF	储蓄协会保险基金
Sallie Mae	学利美
SBICs	小企业投资公司

SEC	证券交易委员会
SEIU	服务业雇员国际工会
SILF	助学贷款保险基金
SIMEX	新加坡国际货币交易所
SIPC	美国证券投资者保护公司
SIVs	结构化投资实体
SPACs	特殊收购公司
SPAN	标准投资组合风险分析
SPVs	特殊目的实体
SWFs	主权财富基金
TAF	定期拍卖机制
TALF	定期资产支持证券贷款工具
TARP	问题资产救助计划
TIPS	通胀保值债券
TLGP	美国联邦存款保险公司临时流动性担保计划
TSLF	定期证券外借机制
UAW	全美汽车工人联合会
USDA	美国农业部
USFE	美国期货交易所
VaR	风险价值模型
VCs	风险资本家
YSP	收益率差幅溢价

前言

本书是《美国金融史》的第六卷。前三卷追溯了美国金融从殖民时期到21世纪初的发展脉络，卷名分别为《从克里斯托弗·哥伦布到强盗大亨（1492—1900）》《从J. P. 摩根到机构投资者（1900—1970）》《从衍生品时代到新千年（1970—2001）》。第四卷描述了安然时代的金融丑闻及金融系统的其他变化，卷名《从安然事件到金融改革（2001—2004）》。第五卷描述了安然时代改革的余波、证券业的发展、衍生品及促进次级借贷的抵押贷款市场发展，卷名《次贷危机前的美国金融（2004—2006）》。

本卷主要描述2006—2009年发生的全球性的次贷危机。作为危机的前奏，本卷历史记载了证券化抵押贷款产品，也就是所谓的抵押贷款凭证（CDOs），以及伴随这种产品出现并为其提供信用支持的信用违约互换（CDS）和单一保险的发展。本卷还分析了导致次贷危机的原因，并对国际金融危机中发生的一系列事件，包括雷曼兄弟破产后引发的大恐慌进行了阐述。本卷还述及政府对金融服务机构及汽车制造企业实施的巨额紧急救助计划，以及巴拉克·奥巴马政府对防止未来发生类似系统性风险所施行的监管改革。

致谢

作者在此感谢贝斯·派弗（Beth Peiffer）在本书写作过程中给予的研究协助，也感谢她在编辑校正原稿、起草参考文献及索引方面的贡献。作为我的研究助理，乔治·沙利文（George Sullivan）和里格斯·吉希（Rigers Giyshi）始终快速回应我大量的、持续不断的研究问询，为本书写作提供了宝贵、无私的帮助。同时，我还要感谢佛罗里达国际大学法学院为本书提供的支持及帮助。

目录

导言

当美国政府起诉安然丑闻中的相关高级管理人员时，另一场灾难正在以房地产泡沫的方式酝酿。随着房价的不断上涨，炒房并迅速获利在美国成为一项受到公众普遍欢迎的娱乐活动。不太严格地说，房地产泡沫是在一种特殊的信贷扩展支撑下形成的，这种信贷扩展以“引诱性”的低利率向“次级”借款者发放贷款。这些借款者在信用条件等诸方面都不具备获得普通抵押贷款的资格，但这些信用记录较差或没有信用记录的借款者却获得了次级贷款，必然导致最终的违约。

抵押贷款经纪机构促进了次级贷款市场的繁荣，这些经纪机构大力开展“无文件”或“低文件”要求的贷款发放，即不要求像通常贷款发放那样要求提供能够证明借款者信用价值的文件。发放此类贷款的放款机构和经纪公司不关注这些贷款的质量，因为这些贷款被转卖到证券化的池子中，然后以抵押债务凭证（CDOs）的形式转卖给投资者。CDOs 具有复杂的支付流，一般由资本较少的保险公司担保或通过新型金融工具信用违约互换进行风险对冲。通过保护措施，以次贷为基础资产的证券中的“超级资深分块”super - senior tranches 能够获得主流信用等级评定机构的 AAA 信用等级，从而在美国和欧洲市场上具有很高的交易流动性，但在信用评级过程中潜藏着一个主要的缺陷：信用评级机构利用风险评价模型授予这些证券 AAA 信用等级时，没有考虑到房地产市场逆转下行的可能性。

有时候，次级抵押贷款的买入与汇聚通过表外商业票据借款提供资金支

持，这些表外商业票据叫作结构性融资工具（SIVs）或资产支持商业票据（ABCP），如花旗集团等银行使用短期商业票据借款以获得资金，购买抵押贷款，并将购得的抵押贷款纳入SIVs。这些商业票据借款为抵押贷款提供资金来源，抵押贷款可获得的较高利息支付与商业票据低利率间的差额成为利润来源。此类套利交易存在缺陷：当商业票据的持有者停止滚动借款时，SIVs就必须清算其抵押贷款。当出现信贷紧缩或主要市场逆转下行时，这种滚动实现的可能性很小。另一种危险在于，短期利率的上升可能会快于长期利率的上升，从而抹除利差空间甚至会翻转净额支付的方向。

联邦基金利率（银行间隔夜拆借利率）在2000年是6.5%，到2003年6月下降到1%。这触发了美国的房屋狂热。为了刺穿由低利率引发的膨胀的房地产泡沫，美联储主席艾伦·格林斯潘在2004年6月30日启动了上调利率，这次上调成为后来连续17次上调利率的开端。本·伯南克2006年2月1日接任了美联储主席，他继续上调利率。在伯南克就任时，这些政策措施的效果已经很明显了。事实上，在伯南克就任的那个月，房屋市场的新房销售出现了9年来的最大降幅。

这一不利的消息并没有阻碍伯南克调息的脚步，2006年3月28日，美联储又一次上调利率，短期利率推高到4.75%，这是美联储连续第15次上调利率。伯南克表示还会进一步上调利率。连续第16次上调利率在2006年5月10日成为现实，短期利率推到5%。第17次利率上调发生在2006年6月29日，短期利率上升到5.25%。利率不断上调对房地产市场的打击在2007年演变成一场金融危机。房屋销售和新住宅建设显著放慢，市场呈现出房屋难以出售的供过于求现象。

托尔兄弟等诸多建筑企业削减建设项目，房屋建筑行业出现40年来最严重的行业下滑。投机者原来通过购入资产短暂持有再快速售出而获取利润，现在他们再也不能快速出售资产并获取利润了，于是只好持有这些快速减值的资产。随着投机者违约，以及那些办理非固定利率抵押贷款的房主在利率上升后无力还款，“折价”出售日益普遍。在“折价”出售中，止赎房产以低于抵押贷款余额的价格出售。在许多案例中，当房屋价格低于次级贷款余

额（这种情况叫作“低于水面”）时，有些次级贷款房主直接放弃房子和次级贷款，一走了之。

房地产市场不断攀升的危机促使银行收紧信贷标准、缩减信贷投放，并在2007年夏天形成了信贷紧缩。2007年8月17日，美联储对此作出回应，发表声明，鼓励银行更便捷地使用美联储的贴现窗口。但危机在进一步加深。于是，美联储在2007年9月18日以令人惊讶的幅度将利率下调50个基点。这是4年来美联储首次下调利率。利率下调幅度惊人，但对恢复信贷市场的流动性收效甚微。

美联储在2007年10月31日进一步将利率下调25个基点，将联邦基金利率降至4.5%。美联储同时警告说，考虑到通货膨胀风险，这似乎是最后一次下调利率。此时，美联储将通货膨胀风险与由房地产危机引发的经济衰退看得同样重要。然而，这次利率下调仍然收效甚微，并没有减轻持续的流动性危机。2007年12月11日，美联储再次将利率下调25个基点，其幅度小得令人失望，无法支撑脆弱的市场信心。美联储随后扩展银行的放款窗口，以期向金融体系提供更多的流动性，但仍然没有什么效果。

金融市场的问题接踵而来。原油价格突破每桶145美元后，一片繁荣的能源市场交易机构成为监管者和国会民粹主义成员的关注焦点，这些人正在为消费者面对的高油价寻找替罪羊。止赎房产数量不断攀升，次级贷款的违约数量火箭式增加。SIVs不能滚动它们的商业票据之时，便促成了金融市场的危机。包括花旗集团、美林、贝尔斯登、瑞士联合银行在内的许多大型金融机构不得不核减SIVs和CDOs等资产的价值。有些金融机构解雇了首席执行官，有些金融机构还通过国外政府的主权财富基金融资扩充资本，在某种程度上这是一种不祥的征兆。随着危机持续螺旋式攀升，一些SIVs尽力出售抵押贷款担保品，但成功销售往往意味着价格打很高的折扣。SIVs和CDOs损失受到关注，银行进一步压缩放贷，加剧信贷紧缩，使整个经济体进一步引发融资问题。

次贷问题蔓延到加拿大，大量的资产支持商业票据冻结，为了保护银行，加拿大对具有此类工具风险暴露的银行实施救助。欧洲投资机构也深深卷入

次贷市场，一些金融机构面临巨额损失。2007 年 9 月，英国北岩银行的客户因担心该银行的抵押贷款风险暴露而出现挤提，这是英格兰 100 多年历史上第一次出现挤提。在英格兰银行注入 280 亿美元现金中止挤提前，客户提取了 20 亿美元资金。后来，英国政府将北岩银行及出现巨额亏损的苏格兰皇家银行国有化。英格兰银行、欧洲中央银行与美联储协同行动，向银行体系提供无上限融资，以便缓解信贷紧缩。

美国次级贷款借款者“引诱性”贷款利率重置后，比之前高出很多，止赎房屋数量火箭式上升。已经退休的格林斯潘发声，主张使用公共资金救助那些房屋所有者。然而，乔治·布什政府希望银行体系简单地将抵押贷款利率冻结在原有水平上。这引发了一场是由政府救助那些作出错误信贷决策的个人和机构，还是交由市场来规范的争论。当次贷危机进一步加剧时，争议渐无声息。

2007 年底，花旗集团和美林银行公布了源于次级贷款的数十亿美元损失，促使公司首席执行官离职，并通过主权财富基金融资注入数十亿美元资金以提升资本水平。包括摩根士丹利在内的其他金融机构也公布了源于次级贷款的数十亿美元损失。情况已经不能更糟了，法国兴业银行中层雇员科维尔·凯维埃尔是一个流氓交易员，2008 年 1 月初被发现在指数期货交易中已经累积了 72 亿美元的损失。银行在 1 月 15 日周末那天在美国清算了科维尔的交易。这一次清算被认为促进了全球范围内金融市场的抛售，进而引发了美联储的不安，导致联邦基金利率下调了 75 个基点。

国会和布什政府惊慌失措，迅速通过 1600 亿美元的一揽子刺激计划，联合申报纳税人退税 1200 美元，独立申报纳税人退税 600 美元。这项措施几乎没有产生任何即时效应。美联储被迫在 2008 年 3 月安排摩根大通突然接管贝尔斯登。流动性危机击垮了贝尔斯登，交易对手们都拒绝在货币市场上接手贝尔斯登的头寸。客户大量提出资产，交易对手也由于担心贝尔斯登破产，拒绝与之交易，最终它确实走向破产。为了结清交易，美联储同意为贝尔斯登 300 亿美元的资产提供担保。美联储还像商业银行那样向投资银行开放了放款窗口，并同意接受抵押贷款支持证券这一引发金融危机的金融工具作为担保品。

由于次级抵押贷款敞口造成巨额损失，其他一些大型华尔街公司被迫合并。令人尊敬的美林银行被美洲银行接管，美联银行被并入富国银行，美联银行接管了美国最大的储贷机构——华盛顿互助银行。形势仍在进一步恶化，2008 年 9 月，雷曼兄弟破产，最终造成市场全方位的恐慌。一只货币市场基金“资不抵债”（交易市值低于投资额），从而触发了投资者在货币市场的挤提，在政府介入并为基金进行担保前，有超过 5000 亿美元资金被提走。美国保险业巨头美国国际集团（AIG）被迫接受联邦政府以 1700 亿美元的代价实施的援助。

国会通过了总额达 7000 亿美元的紧急救助计划，该计划被称作问题资产救助计划（TARP），但它并没有成功地阻止随后的股票市场恐慌。财政部使用 TARP 计划资金向最大的金融机构进行注资，其中向花旗集团注资 250 亿美元，之后该计划就暂停了。此举使本来已经动荡的市场更加不稳定。花旗集团的股票市值在一周内下跌 60%，银行的生存受到威胁，随后政府介入，为花旗银行持有的 2500 亿美元抵押贷款提供担保，同时政府还另外注资 200 亿美元。通用汽车和克莱斯勒接受了政府紧急救助资金，后来被部分国有化。

美联储引入各种新的放贷项目以期重启信贷市场。新当选的美国总统巴拉克·奥巴马在宣誓就职后，就因其劝说国会通过 8380 亿美元刺激计划而陷入这场危机之中。克莱斯勒 2009 年 4 月宣布破产后，危机进一步加剧。不久，通用汽车也面临同样的命运，这两家公司都获得了联邦政府的救助。但是，2009 年年中房屋市场和信贷市场出现复苏的初始迹象（美联储主席伯南克称之为“绿芽”）。这表明，次贷危机在 2009 年 3 月已经见底，但经济的不确定性一直持续到 2010 年。国会和新一届政府考虑对现有金融监管结构进行彻底改革。这项工作完成的标志是 2300 页的《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案（2010）》，根据该法案，政府将深度介入金融体系的几乎每个方面。令人奇怪的是，该法案并没有提及处于这次危机中心的次级贷款发放机构房利美和房地美的任何改革。

本书力求对以上这些事件进行描述并试图对助推次贷危机的金融体系的缺陷进行阐述，同时对正在酝酿当中的应对此次危机的各种“改革”建议进行分析。

第1章 证券化

第1节 政府支持企业

政府支持企业

1940年，约43%的美国人拥有自己的住房，1968年这一数字上升到64%，之后继续增长，2004年达到69%，2007年回落到68%。1968—1996年，未到期住房抵押贷款总值从2640亿美元上升到3.7万亿美元，这种增长与住房抵押贷款市场中政府支持企业（GSEs）的活动密不可分，如联邦住房抵押贷款公司（Freddie Mac，房地美）、联邦国民住房抵押贷款协会（Fannie Mae，房利美）和政府国民住房抵押贷款协会（GNMA，吉利美）等。房地美最初是由联邦住宅贷款银行委员会（FHLBB）监管，其股票由该委员会的银行持有。1989年房地美被私有化并成为上市公司，其股票在纽约证券交易所（NYSE）发行。

房利美的私有化更早，于1968年在纽交所上市。尽管两个公司都已经成为上市公司，但房地美和房利美仍属于政府支持企业。每个政府支持企业的18位董事中，有5位由总统任命，这些企业能够通过联邦储备体系的电子簿记系统发行证券。房利美和房地美拥有联邦政府的信用额度，并免缴房地产

税以外的州地方税，同时无须按证券法规定进行注册，但借款时需要财政部批准。

另外一些政府支持企业，如农场信贷系统借款人，在20世纪80年代曾遭受巨大损失。后来，联邦政府通过农场信用体系对危机中遭受损失的企业进行干预，并提供资金支持以缓解危机。这一危机解救措施基于“太大而不能倒”的理论，该理论在次贷危机中得到了广泛运用。其他政府支持企业在那场危机中也曾受到影响。一直以来，房利美利用短期利率借款给长期固定利率住房抵押贷款提供资金，如果短期利率不上涨，这种方式的运行会非常顺利。20世纪80年代储蓄和贷款危机前，房利美的盈利非常可观。然而，随着短期利率上涨，房利美负净值曾达到108亿美元，当利率开始下降时，该数值又会出现逆转。

国会非常关心在储蓄和贷款危机中房地美和房利美的财务稳定情况。国会委托财政部和政府问责办公室（GAO）对这两家政府支持企业的财务情况进行评估。评估发现房利美和房地美在20世纪80年代盈利迅速增长，但是这两家政府支持企业无法通过分散化管理或市场约束力量规避系统性风险。财政部建议对这些企业施行更为严格的监管。如果不能实施有效监管的话，财政部认为国会应强制政府切断与这些企业的一切关系。

国会在参考评估报告的基础上，通过了1992年《联邦住房企业财物安全和稳健法案》，该立法强化了对房利美和房地美的监管。监管由联邦住房企业监管办公室（OFHEO）负责执行，它是隶属于住房和城乡发展部（HUD）的独立机构。联邦住房企业监管办公室的主任由董事任命，五年一个任期。如果这些企业出现严重的资金不足，正如次贷危机时出现的那样，政府受权为政府支持企业任命监管官员。这与处理倒闭银行时给银行监管人员的授权相同。

联邦住房企业监管办公室依法律授权对政府支持企业的证券组合进行压力测试，并将经济下行10年时的住房和金融市场风险情境作为背景来确定资本要求。它假定政府支持企业同时遭受非常严重的利率风险和违约风险，以测度可能的风险敞口。历史数据表明，违约率在全国呈现不均衡分布，因此

信贷损失的假设值根据历史上违约率最高地区的违约率设定，测试期限为10年。基于压力测试测算出的资本要求于2002年生效。按照测试结果的要求，房利美应当拥有214亿美元资本，当时它声称拥有273亿美元资本。

1992年的立法申明，政府并不会对房利美和房地美的债务进行担保，然而市场仍然认可它们发行的债务证券，而且在进行估值时往往视其为具有联邦政府的隐性担保。次贷危机证明这种评估是正确的，而且这种评估对消费者并非无益。隐性担保对房屋所有人以较低的利息和分期付款给予了有效的补贴。

证券化

证券化使得政府支持企业成为住宅抵押贷款市场的核心。证券化并非新概念，它主要是出售未来支付流及价值将在未来实现的一些其他资产。证券化的最早案例出现在17世纪的阿姆斯特丹，当时一群妇女为荷兰东印度公司招募水手，在街上引诱路人并承诺给他们提供食物、住宿、饮料和性服务。这些妇女的薪水为所招募水手未来工资的一部分。该公司发行的可交易的运输券为工资权益进行担保。这些证券由灵魂的买主（zielkoopers）以折扣价购买，有折扣表明水手的死亡率比较高。通过集聚这些证券，灵魂的买主可以分散风险。然而，不断上升的水手死亡率使许多买卖这些证券的商人破产，21世纪次级贷款人的经历与此相似。

政府支持企业将出售未来支付权益这一概念运用于住房抵押贷款。它们将住房抵押贷款放在一个资产池中，建立抵押贷款的二级市场。池中产品的利息卖给投资者，投资者从住房抵押贷款中获得本金和利息。刚开始的时候，池中住房抵押贷款必须为相同种类，例如都为独栋家庭住宅贷款，而且这些抵押贷款的利率也相同。为了进一步简化过程，后来对置于池中的抵押贷款条款进行标准化，以便对支付流统一估值。1970年《紧急住宅融资法》通过后，房地美和房利美率先推出了统一格式的文件。①

---

① Julian Patterson Forrester, "Fannie Mae/Freddie Mac Uniform Mortgage Instruments."

吉利美首先采用“转递受益权证”的形式出售汇集起来的抵押贷款，对于从汇集起来的抵押贷款中得到的收入，投资者可以按比例分配本金和利息。这样，借款人可以发起贷款，并通过吉利美出售贷款，继而用销售收入发起更多贷款。这一做法增加了能够给住房拥有者提供的信贷额度，从而降低了利率。1970年吉利美发行首只住房抵押贷款支持证券，还为2万多亿美元的住房抵押贷款支持证券提供了担保。

吉利美转递受益权证的利率要比现有的抵押贷款利率低一些，利差主要用于支付服务费和担保费。通常，服务费要付给发行机构，发行机构负责接收抵押贷款还款，并通过两个权证持有者给付本金和利息。吉利美还向发行机构收取担保费，对于独栋家庭住宅贷款支持的证券，其担保费一般为6个基点，这也是其主要业务收入之一。尽管有这些费用，吉利美转递受益权证的收益还是要比其他政府担保的证券（如国库券）高。吉利美的担保极大地提升了这些转递受益权证的市场认可度。

吉利美的住房抵押贷款业务一直运行顺利，可是在2002年11月，第一受益住房抵押贷款公司的总经理被指控从事与吉利美资产池相关的欺诈交易。被告使用伪造的文件聚集资金，为这些资产进行担保的财产并不存在，也没有按吉利美的要求由联邦机构进行保险。为此，吉利美遭受了2000万美元的损失。在经济开始下行后，2000—2002年期间，许多低成本预制板房被进行再次交易，这也传递出次级市场存在风险的信号。

吉利美担保的权证之所以被称为“转递”权证，是因为他们只是将池中的抵押贷款中每月抵押贷款支付的金额转递给权证持有者。这意味着权证持有者的每月收益为利息加上抵押贷款本金摊销的部分。起初本金仅占月支付金额的一小部分，随着本金额的日益减少，本金所占比例递增，此现金流不仅收益复杂，而且还带来了再投资问题。

随着收入的增加，房屋持有者搬迁或者购买了更贵的房子，因此许多抵押贷款在到期前就已经还清了。利率下调时，许多住房持有者还对其抵押贷款进行再融资。这样会引起抵押贷款本金的返还，也会转递给吉利美权证持有者。权证的持有者对这些资金进行再投资。如果购买转递证券后利率下降，

那么再投资收益就只能依据当时的较低利率计算，这引起权证持有者的不满，从而产生再投资风险。

为了使投资者在充分告知的前提下作出投资决策，抵押贷款支持证券的发行机构根据以往的经验建立了返还金额的预期利率模型，这样会使转递证券持有者明确知晓下期应返还的金额。但基于模型的计算不可能总是准确无误的，当利率意外调整时，会对住房销售和再融资起到促进或减缓的作用。这样会产生“还款”风险，抵押贷款的还款可能会快于或慢于模型预测。

由于其返还特性，利率下降时，转递证券价格变化与公司债券价格变化有所不同。利率下降时，公司债券价格通常会上涨，因为持有者会获得高于市场的利息收入。而转递证券价格变化会有所不同，因为低利率会促进再融资从而增加本金返还，而这部分资金的再投资基于较低的市场利率。

担保抵押凭证

房地美试图解决与吉利美开发的转递证券有关的投资问题。最初，房地美出售了一些被称为“房地美抵押贷款凭证”的产品，它能够保证证券确定时间的现金流、本金和利息。因为抵押贷款这两个词的首字母（MC）与摩托车（MotorCycles）相同，所以也被戏称为“摩托车”然而，这只是将风险转嫁给了房地美。为了规避风险，房地美开始提供“担保抵押凭证”（CMOs），也被称为“房地产抵押贷款投资通道”（REMICs）。担保抵押凭证是由拉里·芬克（Larry Fink）于1983年为房地美开发的产品，当时他在第一波士顿银行工作。芬克后来领导黑石集团，在次贷危机中负责管理问题抵押资产池并起到了决定性作用。

担保抵押凭证将置于池中的抵押贷款本金和利息分成不同的支付流。不同于转递证券中的投资者，担保抵押凭证投资者并没有事先确定比例的本金和利息转递给他们。担保抵押凭证抵押款的支付被分为不同的层级，分别具有不同的支付流、到期时间、优先级或其他特征。投资者可以选择不同的投资期限，长期或短期。按照要求，本金首先返还给短期投资者，由此长期投资者可以有效防范预付风险。只有在完成对短期投资者的本金支付后，才开

始长期投资者本金支付。

担保抵押凭证的目的在于防范预付风险，然而投资者却忽视了这些债券带来的其他风险，例如延期风险，它与预付风险正相反。当利率意外上升时，会出现延期风险。这时，房屋拥有者不愿出售其住房或对其进行再融资，因为他们不得不按高利率获得新的抵押贷款。这意味着债券持有人被锁定的时间比预期更长，这期间债券价格会下降，因为债券持有者会在比预期更长的时间内得到比市场利率更低的利率。

担保抵押凭证通常包含异化部分，包括反向浮动利率（inverse feoatervs）债券和反向只付利息（inverse intevest - only strips）债券，这些债券将固定利率抵押贷款转变为浮动利率抵押贷款。[①]反向浮动利率债券有固定的本金，同时按照指定浮动指数利率的反向变动的利率获得利息。而用来计算利息的本金数量是参考另一层级未到期本金额来计算、确定的。当参考层级支付完成后，反向只付利息债券赖以计算利息收入的本金额也随之减少。利率升高时降低了反向只付利息债券的浮动利率，但也延长了到期时间，因而增加了利息支付总额。为了抵补利率提高造成的效应，设置不同的层级非常必要，这样会延长到期时间。如果利率下降或者保持不变，反向浮动利率债券可以获得更高回报；但如果利率上升的话，会遭受大额损失。反向只付利息债券不会获得本金支付。这些浮动利率债券杠杆化，因此利率的小幅提高会大幅降低反向浮动利率。

反向浮动利率债券和反向只付利息债券分别于 1986 年和 1987 年推出后非常受欢迎，当时利率处于下降或稳定阶段。但 1994 年 2 月 4 日情况发生了变化，美联储 5 年来首次提高了短期利率，之后美联储进入持续加息通道，利率的连续提升对债券市场造成了灾难性影响。担保抵押债券崩溃，这种债券实际上停止了抵押债券返还，延长了平均到期时间，反向浮动利率债券更是遭受重创，最终担保抵押债券市场崩溃，造成巨额损失。

担保抵押债券市场崩溃时也出现了估值问题。一些担保抵押债券非常复杂，以至于高盛集团不得不使用多台超级计算机来模拟不同利率下的现金流。

① Charles Morris, *The Trillion Dollar Meltdown*, p. 41.

其实这就是2007年次贷危机中发生估值问题的先兆。受担保抵押债券市场冲击的还有美林集团，在未授权的担保抵押债券交易中，美林集团的交易师霍华德·鲁宾（Howard Rubin）1987年损失了3.7亿美元。鲁宾被美林集团辞退，但是很快就被贝尔斯登集团雇用，在那里他成为抵押贷款部门的明星。摩根大通1992年在担保抵押债券投资中损失了5000万美元，而那只是暂时的挫败。政府支持企业担保的抵押支持证券价值从20世纪80年代的2亿美元增长到2007年的2万亿美元。

第2节　住房抵押贷款市场的成长

二级市场

二级市场涉及发起抵押贷款后的抵押贷款证券销售。这个市场催生了直接或间接从发起人手中购买贷款的投资者。购买这些抵押贷款的投资者们或者在自己账户的名下持有这些贷款，或者可以将其集中起来以债券形式再出售给其他投资者。2005年当年发起的住房抵押贷款有近60%以这种方式进行了证券化。住房抵押贷款二级市场有两个主要层次，即政府或政府支持企业担保的公募债券和没有担保的私募债券。

借款人如果要获得没有政府支持企业担保的抵押贷款，当贷款价值比率超过80%时，即借款人的预付款比率少于所买房产的20%时，通常必须购买价格不菲的私营抵押贷款保险。私营抵押贷款保险通常能够抵补20%~30%的抵押贷款余额。与此相对照，如果贷款由联邦住房管理局（FHA）保险，那么预付款比率非常低（最低至3%），而且由于拥有联邦住房管理局的担保，借款利率与优级抵押贷款利率差不多。除此之外，联邦住房管理局担保的借款人还可以为抵押贷款保险费和一些手续费进行融资。

联邦住房管理局通过互助抵押贷款保险基金支持抵押贷款保险计划，资金来源于借款人支付的保险费。20世纪80年代抵押贷款出现问题，造成了损失，因此国会提高了房主获得联邦住房管理局保险的保险费。保费按照抵押

贷款发起数额的1.5%收取，并且每年还收取相当于贷款余额0.5%的保费。国会还对联邦住房管理局担保的贷款规模进行了限制。最高限额按照2007年当地房价中位数设定，一般是20万~36万美元。当次级市场较高价值房屋借贷冻结后，将会提高这些贷款担保的限制数额。

为了增加抵押贷款支持证券对投资者的吸引力，国会通过了1984年《抵押贷款二级市场促进法》，批准这种证券免缴联邦保证金并且准许银行和信托投资机构进行相关投资，这种证券非常受市场欢迎。到1986年，政府支持企业购买或担保的住房抵押贷款产品达1万多亿美元，并且其中多数为证券化产品。到1990年，房利美拥有1030亿美元资产并发行了3000亿美元的抵押贷款支持证券，房地美拥有410亿美元资产并发行了3160亿美元抵押贷款支持证券。

1988年国会又批准成立了一家新的政府支持企业——联邦农业抵押贷款公司（农利美），目的在于创建农业贷款的二级市场。国会授权农利美为私营借贷机构发行的抵押贷款支持证券和农业抵押贷款池进行担保。农村商业放款机构和其他享受其服务项目的私营机构拥有农利美股份。农利美董事会由15名成员组成，其中5名由董事长任命。

1998年首次受权后，联邦住房贷款银行（FHLB）还推出了其他计划，从成员银行那里购买了大量由联邦保险的抵押贷款。2000年它还购买了127亿美元联邦住房管理局和退伍军人管理局（VA）贷款，抢占了吉利美市场份额中的很大一部分。吉利美全部抵押贷款支持证券市场份额从1985年的42%下降到2004年的7%。尽管如此，吉利美仍然拥有联邦住房管理局保险的贷款和退伍军人管理局担保贷款的很大市场份额。

这些计划实行的结果是使政府成为信贷市场中最大的金融中介，人们也开始关注这些计划的规模。反对者希望通过收取用户费来弥补政府支持贷款的成本。人们也开始担心，如果住房按揭市场崩溃的话，政府支持企业持有的抵押贷款及其担保会成为巨额负债。反对者想让联邦政府出售现有贷款资

产并把联邦贷款包括在政府预算中。[①]但是，这些建议并没有引起足够的重视。

私营证券化

商业银行也进入了抵押支持证券市场，但它们并无优势可言，因为它们没有像房利美和房地美那样隐性的担保或者像吉利美那样明确的政府担保。为打消投资者的顾虑，私营银行通过信用支持安排，例如对资产池进行超额担保，促进了私营资产池的发展。一些银行还提供信用证，以抵补资产池10%的特定损失。资产的高回报率吸引了投资者，这些证券化产品即使不通过汇集资产的银行，也能够在市场上买到。

与担保抵押凭证一样，这些工具能够为投资者提供灵活的支付流。如果出现违约，证券化的资产池不会造成发行者破产，这也意味着发行机构的一般债权人不会对资产进行索赔。另外一个优点是，发行机构在自我清偿前将资产货币化，并且还会允许从发行机构资产负债表中剔除资产。当然，这种脱离资产负债表的安排可能会被滥用，正如在安然公司出现的那样。

联邦住房管理局与私营抵押贷款机构在发放贷款方面互相竞争，后者可以提供具有灵活支付特点和利息期权的抵押贷款产品。由于竞争以及联邦住房管理局产品的限制，联邦住房管理局保险的住房抵押贷款的市场份额从1996年的19%下降到2005年的6%。虽然并没有显性或隐性的政府担保防范违约，但是这些非政府支持的企业抵押贷款支持证券增长迅速。据估计，约2万亿美元的住房抵押贷款被证券化。私营抵押贷款支持证券的市场份额在2003—2005年间翻了一番，2005年占所有未到期抵押支持证券的29%。

令人不安的是，2006年2/3的私营机构发行的抵押支持证券为次级抵押贷款，这一指标在2003年为46%。正如联邦存款保险公司（FDIC）在2006年指出的那样，“投资者为了获得收益，似乎愿意承担更大的风险”[②]。这是银行业务中比较危险的现象。次贷危机期间担任花旗集团负责人的罗伯特·

① Barry P. Bosworth et al., *The Economics of Federal Credit Programs*, p. 57.

② FDIC, “Breaking New Ground in U. S. Mortgage Lending.”

鲁宾，在担任克林顿政府财政部部长时总结说，投资者普遍的心态是“为了获得收益”会轻视或者忽视风险。[1]证券化还会以其他的形式被滥用，MCA财务总监帕特里克·昆兰（Patrick D. Quinlan）承认对他的指控，公司没有据实披露1994年和1999年间出售的证券化抵押贷款池风险并虚报收益7100万美元。投资者因此损失大约5000万美元。昆兰被判10年监禁。

私营贷款机构采用抵押贷款打分和自动承销系统辅助抵押贷款，这些承销系统采用被称为“打分卡”的算法度量违约风险。“打分卡”通过分析与借款人信用记录和信用分数相关的数据、现金储备和信用要求来预测违约率。联邦住房管理局放款机构采用它自己的打分系统。如果打分系统表明应当拒绝贷款申请，在最后作出拒绝决定前，会对申请进行人工审核。这个打分系统一直运行良好，因次级贷款出现后无法满足打分要求而被放弃。

资产支持商业票据

证券化概念也扩展至其他金融工具。1985年商业银行开始对汽车消费贷款实行证券化。1986年信用卡应收账款也被用作商业票据的证券化。这些资产支持商业票据（ABCP）计划传递到其他资产，包括消费贷款、租金、应收账款以及后来的次级抵押贷款。[2]资产支持商业票据（ABCP）计划采用特殊目的载体（SPV）从支持的银行或金融机构那里购买信用卡应收账款或其他产生收益的资产，这些机构可将这些资产从资产负债表中转移。利用特殊目的载体出售商业票据的目的在于购买这些资产。特殊目的载体池中的资产反过来对商业票据进行担保。特殊目的载体是表外项目，表外项目可以免除巴塞尔协议Ⅱ更严格的资本金监管要求。通过担保债务凭证，这些表外项目进入由非银行机构创造的“影子银行”。

证券化工具还包括“结构化投资工具”（SIVs，次贷危机中被戏称为“漏

① Robert E. Rubin and Jacob Weisberg, *In an Uncertain World, Tough Choices from Wall Street to Washington*, p. 258.

② For a description of an ABCP program, see *Nations Bank, N. A. v. Commercial Financial Services*, 268 B. R. 579 (N. D. Okla. 2001).

网之鱼")。结构化投资工具是花旗集团1988年开始采用的资产支持商业票据计划，目的在于通过获得高评级的中长期固定收入资产并将其置于特殊目的载体中套取短期和长期利差。其资金来源是短期高评级商业票据和中期债券。信用机构在开始的时候授予结构工具很高的评级。但是，这些产品在次贷危机中被大幅降级，流动性下降从而极大地削弱了其价值。这些工具给花旗集团造成了巨额损失。

花旗集团发现，这样的资产配置风险颇高。商业票据是短期工具，在资产支持票据资产池中，商业票据为长期项目提供资金。当抵押贷款付清或者结构化投资工具用更多的长期或中期资产进行再融资时，这种错配要求资产池发行的商业票据可以持续滚动直到资产池自我清偿。如果货币市场出现危机，这种滚动不太可能实现。这时，工具发行机构将面临资产出售的问题，这些资产的流动性下降或者以大甩卖的价格出售。为防范这种情况的发生，银行可以利用贷款工具偿付商业票据持有人。但是，如果资产价值下降到展期的信贷计划金额以下或超出了信用保护，银行就得兜底。

资产支持商业票据给发行机构带来的好处是，可以比商业银行利率较低的价格获得资金。资产支持商业票据计划非常受欢迎，因为商业票据市场通常流动性较强，发行机构在发行时间和产品久期方面具有很大灵活性。利用此工具募集资金还可以免除证券交易委员会的注册要求。商业票据市场规模从2005年的1.5万亿美元增长到2007年8月的2.25万亿美元。资产支持商业票据市场规模在信用危机时大约为1.2万亿美元，而到2007年12月该市场缩小到8亿多美元，当时许多计划被冻结并造成了巨大损失。

学生贷款

资产证券化扩展到商业银行之外。学生贷款是比较受欢迎的证券化支付流，按照《1958年国防教育法》的要求，学生贷款拥有政府担保。1957年苏联人造卫星上天，引发了人们对美国数学和其他自然科学落后的担忧，由此促成了上述法律的颁布。国会通过这项法律明确国防事业需要借助贷款和奖学金鼓励学生进行科技等方面的学习和研究。这项计划受到了广泛的欢迎并

扩展到其他学科领域。

1965年启动的旨在鼓励教育的学生贷款项目扩展到所有的高等教育领域。该项目保证每年发放给大学生的贷款达到指定水平，同时累计发放量控制在一定范围内。该项目向借款学生提供利息补贴，保证学生贷款的放款机构获得比90天国债高3.5%的收益率。学生就读期间的所有利息由政府支付。学生在毕业6个月后才必须开始还款，还款期为5~10年。

1983年，大约300万名学生办理了政府担保贷款，约占高校学生总数的30%。补贴贷款计划的推行增加了大学生的在册人数。政府补贴学生贷款的理论基础是，相对于受教育程度低的居民，那些受教育程度高的居民会通过未来更高的收入水平、更多的缴税来弥补学生贷款的政府补贴支出。但如芝加哥经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）所说，贷款补贴投资的回报率很难准确预测，受到诸多变量的约束。批评者也发表意见说，这个计划鼓励不够格的人接受高等教育。许多借款的学生不能修完学位，留下的只是一大笔他们还不起的债务，他们只能找到收入很低的工作。

与抵押贷款相同，学生贷款的私营放款机构需要可以销售贷款的二级市场。1972年联邦政府授权成立股份制的学生贷款交易协会（the Student Loan Marketing Association，简称Sallie Mae，萨利美），它的主要职责就是创建学生贷款的二级市场。与房利美和房贷美相似，部分协会董事由总统直接任命。这些任命更多地是出于政治而非金融角度的考量。作为政府支持企业，萨利美免缴房地产税以外的其他各项联邦税和州税。萨利美发行的债券享受与房利美和房地美相同的待遇，不必在美国证券交易委员会进行登记。萨利美还可以得到联邦融资银行（Federal Financing Bank）的支持，获得低成本借款，但此项便利只能在获得启动资金、开展业务时一次性使用。

与房利美和房贷美一样，萨利美除了购买其他机构发放的贷款并证券化之外，还自行发放贷款。尽管在证券化过程中要有费用支出，但证券化可以提供更加便利的现金流动性。《1993年综合预算调整法》要求萨利美按照其贷款记录上每个学生持有的贷款本金数量，向1980年成立的教育部支付0.3%的补偿费。但1997年经上诉法庭合议决定，证券化的学生贷款不必缴

纳这项费用。

随着教育部的设立，政府对教育的扶植进一步扩展。教育部在2005年提供了超过650亿美元的学生贷款。资助项目包括派尔（Pell）助学金、斯坦弗德（Stafford）贷款、普斯（Plus）贷款、联邦勤工俭学贷款和帕金斯（Perkins）贷款。政府担保的学生贷款由学生贷款保险基金（Student Loan Insurance Fund，SLIF）提供保险，在担保贷款发生违约时保护借款人。SLIF由借款人支付的保费提供资金支持，资金不足时还可以得到国会拨款的辅助。为了保证学生贷款的偿还，除了极其困难的特殊情况外，即使破产也不能免除学生贷款责任。

私营学生贷款市场在20世纪90年代时还几乎是零，但是到2006年已达到170亿美元的规模。与此相对应，到2006年联邦政府担保的学生贷款市场则发展到600亿美元左右。由于私营机构发放的学生贷款没有联邦政府的担保，因此利率较高，有时会比有联邦政府担保的学生贷款高出3%。

按照成立时的法律要求，与房利美和房地美相似，萨利美在2008年成为一家私营公司。萨利美的私有化进程于1997年开始，在2004年12月成为完全的私营公司，自此切断了与联邦政府的所有联系。此后，它以SLM公司的名义运行。在私有化启动之时，萨利美已经具有相当规模，当时的学生贷款存量是1000万美元。私有化启动后，萨利美的贷款项目主要通过参与联邦家庭教育贷款项目发起和持有学生贷款，此外还有它自身的、没有联邦政府担保的私营教育贷款项目。萨利美通过校园财务援助中心和直接市场化操作销售贷款。

2007年媒体曝光了有关学生贷款的丑闻，包括萨利美在内的学生贷款发放机构向大学财务援助中心提供不当激励，学生贷款市场因此受累。它们将特定的放款机构列入学校的优先放款机构名单来拓展放款业务。一些财务援助中心的官员成为放款机构的有偿顾问，相应地允许放款机构与大学财务援助中心直接进行电话沟通。得克萨斯大学按照放款机构给学校相关官员的好处费的数量来对放款机构进行评级。学校解雇了奥斯汀分校的财务援助中心主任，该主任在购买了SLX（Student Loan Xpress）母公司CIT集团的股票后，

向学生们推荐SLX的贷款。CIT集团在次贷危机中遭受了重大损失。霍普金斯大学和另外两所知名大学的财务援助中心官员从普瑞斯公司共获得16万美元酬金。SLX的三位管理人员因为收受类似的贿赂被停职。其他许多高校的财务援助中心官员被解雇。

2007年5月，国会对相关丑闻作出反应，颁布了《学生贷款阳光法》，以规范放款人的行为、禁止不当的赠送等。纽约州总检察长安德鲁·科莫（Andrew Cuomo）着手对相关业务进行调查，他发现许多学校与学生贷款发放机构之间存在学生贷款发放方面的收益分成协议，放款机构按照各学校贷款的数量以一定的百分比向学校返还报酬。科莫发现，学生贷款发放机构为了进入学校首选贷款机构名单，曾为学校的财务援助中心官员全额支付旅游、娱乐等费用。进入学校首选贷款机构名单的放款机构，其贷款额一般能够占该校学生贷款总额的90%。

萨利美是总检察长科莫的重点调查对象之一。2007年4月萨利美同意不再向推荐贷款的学校官员支付好处费，并缴纳200万美元罚款。房地美还同意遵守科莫制定的行为准则，此规则是科莫调查金融公司的常用工具。哥伦比亚大学本科教育和工程学院的财务援助部门主管大卫·查洛（David Charlow）被解雇，调查发现他通过SLX母公司的股票获利10万美元，此公司后来被CIT集团收购。查洛把SLX列入哥伦比亚大学的首选贷款人名单。哥伦比亚大学同意向科莫创立的学生贷款教育基金支付110万美元，而且还同意州政府官员对学校财务援助中心实施为期5年的监测。不过，这种政府干预私营公司事务的行为尚无明确的法律依据。

学生贷款提供机构教育金融公司（Education Finance）是科莫的另一调查对象，该公司曾向推销其贷款的学校支付回扣。调查后，财务援助中心官员承诺拒绝收受放款机构的报酬，同意接受科莫监督，由此逐渐形成了一套科莫创立的学生贷款监察体系。调查发现，胜利金融公司（Goal Finance）一直故意使用貌似来自联邦政府的邮件去争取贷款业务。该公司还曾经以免费发放iPods、礼品卡等形式招揽贷款。之后，学校与科莫达成协议，胜利金融公司同意遵守科莫的贷款行为准则，并向科莫设立的教育援助基金支付35万

美元。

2008 年 9 月，7 家学生贷款公司同意按照科莫的安排规范市场行为，同时会同另外 26 所从事学生贷款项目的学校同意采用科莫的贷款准则，这一准则后来被列入纽约市立法。科莫作为总检察长比他的前任艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）更为低调，但他极力抨击美国教育部在及时发现和阻止这些学生贷款不当运作方面的失职。科莫还展开针对哥伦比亚大学、康奈尔大学和乔治敦大学等学校的调查，查明学校是否收受为学生办理健康保险的保险公司的好处费。

学生贷款放款人通过联邦家庭教育贷款（FFEL）项目下的政府补贴获益甚多。FFEL 项目向发放学生贷款的私营机构提供联邦补贴和担保。2007 年通过的《降低高等教育资费及促进法》（*College Cost Reduction and Access Act*）降低了学生贷款的利率，此举进一步扩大了补贴规模，相当于其后 5 年需要增加 70 亿美元的学生贷款补贴。同时，这项法律也减少了学生贷款的收益，使得银行发放学生贷款变得无利可图。短短几个月内，有 1/3 的大型银行暂停了学生贷款业务。其中，布拉索斯高等教育服务公司（Brazos Higher Education Service Corporation）彻底终止了它的学生贷款业务，它之前拥有的学生贷款存量大约为 150 亿美元。美洲银行停止了私营学生贷款市场业务。宾夕法尼亚州高等教育援助机构（Pennsylvania Higher Education Assistance Agency）作为全美最大的学生贷款发放机构之一，也退出了联邦政府担保的学生贷款市场。

2008 年 4 月，包括北星教育集团（North Star Education）和 CIT 集团在内的 46 个放款机构停止了学生贷款发放。与此同时，学生贷款违约率由 2005 年的 4.6% 上升到 2007 年的近 7%。教育资源研究所（Education Resources Institute）承保了超过 170 亿美元私营学生贷款，由于贷款违约率激增和贷款减少而遭受重创，该机构于 2008 年 4 月 7 日宣布破产。有几所大学尝试让学生直接从联邦政府申请贷款，以弥补私营放款机构退出学生贷款市场引起的供给不足。一些捐赠资源充足的院校以多种形式实行学费减免，但次贷危机的发生使捐赠数量急剧减少。为了便于学生获得贷款，2008 年 11 月 20 日，教育部宣布购买 2007—2008 学年发放的多达 65 亿美元的联邦担保贷款，旨在

增加 FFEL 私营学生贷款的流动性。

2007 年处在学生贷款丑闻中的萨利美成为一项 25 亿美元收购计划的目标，这项收购由多个知名私营股权公司组成的财团发起，这些知名私营股权公司包括弗莱沃（J. C. Flowers）、弗里德曼（Friedman）、弗莱舍洛尔（Fleischer & Lowe）、美洲银行和摩根大通等。由于当年《降低高等教育资费及促进法》颁布，萨利美认为资金成本的上升会大大侵蚀其盈利空间，因此不久，萨利美决定降低学生贷款市场的参与程度。随着补贴的减少，发放学生贷款不再有利可图。萨利美特许经营权的价值大幅降低，私营股权收购计划也因此放弃。

不仅如此，萨利美还因为与花旗集团相关的回购协议遭到重创。萨利美与花旗集团签署了一份 25 亿美元公司股票的远期购买对冲回购协议。它们以为对冲会起到保护作用，回购时可以免受股票价格升高的不利影响，但结果是学生贷款市场的问题导致其股价大跌。最后，萨利美 2007 年第四季度报告亏损 16 亿美元。为此，它增加了 5.75 亿美元的损失准备金，但 2008 年第一季度再次报告亏损 1.04 亿美元。公司员工再度提示公司，现有条件下发放贷款无法盈利。2008 年萨利美核销了 3.4% 的学生贷款，并发布 2008 年公司盈利降低的警示，后来事实证明公司盈利确实低于预期。

次贷危机下的信贷紧缩和自身信用评级降级提高了萨利美的融资成本。在一次金融分析师的电话会议上，当有人问及前安然首席执行官杰弗里·斯奇林（Jeffrey Skilling）的噩运是否会重演时，萨利美首席执行官阿尔伯特·罗德（Albert L. Lord）马上像泄了气的皮球一样并爆粗口，此举让收听电话会议报告的人颇为震惊。美国证券交易委员会也在调查萨利美的高管是否根据内部信息大量出售股份。

2008 年，萨利美股票下跌了近 56%。为了发放学生贷款，2009 年 1 月，萨利美从高盛集团借款 15 亿美元，但这样也能使它重整旗鼓。不过，在总额为 850 亿美元的学生贷款市场上，萨利美仍然占据私营贷款机构的首位。2008 年萨利美共发放 63 亿美元学生贷款。同年，花旗集团在这个市场发放了 18 亿美元贷款，而摩根大通只发放了 11 亿美元。随着次贷危机的恶化，学生

贷款市场持续动荡。新组建的奥巴马政府给了萨利美一记重拳，政府宣布将通过降低资金成本和缩小放款利差空间把私营放款者挤出学生贷款市场。这事实上成为学生贷款业务逐步国有化的序曲。

在学生贷款管理方面，还有些许调整空间留给萨利美。2009 年 3 月，萨利美宣布在校学生也要支付贷款利息，同时还款期限也从 15 ~ 30 年缩短到 5 ~ 10 年。尽管萨利美估计私营学生贷款数量将因此下跌 30%，但此举有利于贷款的证券化。

2009 年初，美国教育部计划购买大约 600 亿美元学生贷款，其目的在于提升学生融资的可得性。奥巴马政府宣布到任后，美国教育部在学生贷款市场的份额将在 2010 年 7 月提升到 80%，之前为 20%。这一份额的提升需要纳税人承担大约 1000 亿美元。作为辅助措施，众议院通过了将私营放款者挤出学生贷款市场的法律。次贷危机期间，美联储还推出了定期资产支持证券贷款计划，这项计划允许纽约联邦储备银行购买新发行的高评级学生贷款以及其他应收账款作为抵押的资产支持证券。在此期间，学生贷款明显增加，2008—2009 学年的助学贷款额上升了 25%。

第 3 节　次级贷款

次级贷款

其实，对于次级贷款目前并没有统一的分类与界定，但通常来说次级贷款人属于以下三种之一：（1）借款人信用记录不佳；（2）借款人无信用记录；（3）借款人有信用记录但借款过多（有些次级借款人房产多，现金少，自有财产主要以房产形式存在[①]）。[②] 在界定次级贷款时需要考虑的因素包括信用记录、债务收入与债务资产价值比。FICO 信用评分也是界定次级借款人的方式之一。FICO 信用评分由美国费尔艾萨克（Fair Isaac Corporation）公司

① *In re First Alliance Mortgage Co.*, 471 F. 3d 977, 984 (9th Cir. 2006).

② Evan M. Gilreath, "The Entrance of Banks into Subprime Lending."

名字的首写字母命名，它是依据信用机构收集的基本信息、信用卡使用情况、还款记录、破产记录、品德及财产留置权等综合计算得出的。FICO 信用分的得分范围是 300 ~ 800 分。分数越高，信用程度越好。美国 FICO 信用分的中间值约为 720 分。尽管在次贷危机期间很多贷款机构在 FICO 评分低于 660 分时就放贷，但通常得分在 660 分以下就可以看成是次级借款人。大约有 27% 的美国人 FICO 评分低于 650 分，大约 15% 的人低于 600 分。[①]那些信用等级为 A 的优等借款人通常会享有优惠的利率及抵押贷款条件。

和其他债权人一样，次级贷款放款机构利用融资与放贷之间的利差来赚取利润。由于次级贷款的违约率比较高，因此次级借款人付出的利率比信用等级高的借款人通常高出 3 ~ 4 个百分点。这种利息差的存在和比较高的贷款费用都对次级贷款额的不断增加起到了促进作用。

保护消费者立法

为了保护消费者的利益，美国国会曾通过了数个与消费贷款和居民抵押贷款相关的消费者保护法。1968 年通过的《借款基本法》旨在保护与证券交易相关的消费者，规定了各种贷款条款。这项法律规定放款机构必须公开全部抵押贷款成本，以使消费者能够在一致的框架下进行对比，选择有利于自己的贷款。但其中需要公开的信息的计算公式过于复杂，使得这些条款过于烦琐而无法真正实施。因此，国会被迫通过了《放款简化及修正法》来简化之前的条款。

另一个旨在保护消费者的法律是《公平信用报告法》，规定消费者有权检查他们的信用报告并对不准确之处提出更正。这对于消费者来说非常重要，因为大多数贷款机构依据信用报告来决定是否进行贷款。1974 年《公平信用机会法》出台，禁止因性别、婚姻状况、种族、宗教信仰或族裔不同而导致信用歧视。除了其他情况外，这意味着未结婚的单身人士为了获得信用额度，就要联合进行申请。

---

① *In re Countrywide Financial Corporation Securities Litigation*, 2008 U. S. Dist. LEXIS 102000 (C. D. Cal. 2008).

1974 年发布的《房地产结算程序法》要求向消费者公开与房地产抵押贷款相联系的各项成本。这样，消费者就可以判断结算费用是否超高。这一要求适用于在联邦投保的所有抵押贷款结算。但其结果是这些要求使房地产结算过程变成了马拉松，整个过程需要签署的文件多达数十个，而且要完全符合法律要求，恐怕只有专业的房产律师才有可能办得到。许多州还要求公布房产周围的白蚁、氡含量等不良环境问题，这也使得买房人的投诉案件不断增加。

掠夺性贷款

次级借款人急于借款，就给掠夺性贷款提供了机会，联邦和州政府一直努力防范这种贷款。货币监理署（OCC）用以下标准来判定掠夺性贷款（也称为“炒作性贷款”）：一是这种贷款不断进行再融资以产生新的收费项目；二是故意隐瞒融资费用；三是贷款协议包括不合理的贷款条件，比如造成贷款人根本无力偿还贷款的负值摊还；四是包括被迫提前再融资的超大额度终期还款；五是融资风险和融资成本的不充分披露。还有一种掠夺性贷款方式是一次性收取整个贷款期限的保费，而不是按月收取。这对于贷款人来说是不利的，因为他们往往在贷款全部偿还之前会进行再融资或卖掉房产，而他们已经为其根本不需要的保险缴纳了费用。

货币监理署也关注第三方抵押贷款经纪人的不合理贷款服务费问题。每一笔由抵押贷款经纪人经手的贷款都要向经纪人付费。因此，他们有意极力忽视贷款人的一些不良记录。联邦银行监管人员警告银行，一定要严格开展次级贷款的文件审核工作，简化贷款审核文件的贷款一定要确实存在简化的理由，比如借款人贷款之前的还款记录良好。州一级的监管人员也曾对其管辖范围内的放贷机构发出警告，警告它们谨慎处理“无文件”或“低文件”次级贷款，以及对无收入、无工作、无资产的贷款人（NINJA）发放次级贷款。

超过 75% 的次级贷款利率为可调整利率。最初的还款利率往往低于当时的市场利率，这样会对贷款的总额产生杠杆效应，因为贷款总额是由贷款人收入所能偿还的利息决定的。但利率在贷款后的两年内就可能上升 3 ~ 6 个百

分点。此外，大约2/3的次级贷款存在提前还款罚金，使贷款人不能以低成本抵押贷款进行再融资。

联邦银行在2007年6月特别针对可调整利率的抵押贷款（ARMs）发出警示，包括那些利率在贷款不久后调整为可变的指数利率加上额外点数的抵押贷款。例如，“2/28可调整抵押贷款”的最初2年为固定利率，之后的28年的利率则大幅高于市场利率。用来调整利率的指数利率差变动幅度通常为300~600个基点，在业界被称为“陡增利率”。

非传统的抵押贷款以初期只还利息（也就是说不用还本金或延期偿还本金）、自选还款形式来吸引客户，贷款人可以从多种还款方式中任选一种，这使得贷款总额迅速增加。其中一种方式使贷款人可以以最小额度还款，比之前协定的利率还要低，结果形成负的月分摊还款额。这样，过了一定时间，贷款余额再在剩余的贷款年限内进行分摊，这时分摊的月还款额度将大幅上升。监管机构以开始两年保持最小额度还款作为例子，贷款人两年之后每月的还款额将上升41%。大约有200万名房主办理了这种可调整利率的抵押贷款，他们在次贷危机中被称为“伤寒玛丽”。2004—2007年，这种贷款的总额度大约为7500亿美元。位于加利福尼亚州的世界储蓄银行，作为金色西方金融公司的分支机构，大力推广自选抵押贷款。这两个机构的创始人桑德勒夫妇（Marion and Herbert Sandler）在2006年把这部分业务以260亿美元的价格卖给了美联银行。当次贷危机发生时美联银行被富国银行接管，从金色西方金融公司买过来的贷款业务损失估计达到360亿美元。[1]

另外一种引起监管人员关注的可调整利率抵押贷款，其利率调整的日期并没有预先设定，这会导致贷款偿还额度的突然大幅增加。债务合并的方式带来了以抵押贷款作为保险的更多创新，偿还的利息可以享受税收减免。反向抵押贷款允许老年人按他们房产的剩余权益估值在数年内提取款项，养老机构向很多老年人卖出了这种产品。通过这种方式给购买产品的老年人提供了一种可靠的收入来源。其优点是，不但用来偿还反向抵押贷款的收入免税，

---

① Michael Moss and Geraldine Fabrikant, “Once Trusted Mortgage Pioneers, Now Pariahs,” p. A1.

而且直到这些老年人去世或房产出售时才需要偿还贷款。

次级贷款市场上还有一种大家关注的贷款就是叠加式贷款。它是指贷款人可以通过常规抵押贷款获得相当于房产价值80%的贷款。同时，可以通过另一个贷款安排得到房产其余20%价值的贷款作为首付。这意味着当房产价值下降时，贷款人可以毫发无损地全身而退，而放贷人对其没有丝毫约束力。美国最大的抵押贷款机构全美金融集团总裁在2003年甚至表态，低收入的房产抵押贷款人应该免于首付。如果这样的话，连叠加式贷款都没必要了，房产市场低迷时贷款人没有任何资本风险。当时，人们担心无首付的抵押贷款会带来较高的违约率。有些这样的贷款可能是由非营利组织提供的，而这些组织从急于卖房的住房建筑商和房产出售者那里获得资金支持。房产的出卖方通过这种方式使贷款人从联邦住房管理局获得贷款，联邦住房管理局只要求3%的首付。联邦住房管理局在2008年因违约率太高而取消了这种贷款。

1994年发布的《业主权益保护法》意在限制这种掠夺性贷款。它限制的贷款包括利息比相同久期国库券利息高8%的住房抵押贷款、价差在10%以上的再融资贷款，信用保险费等借款人需要支付的贷款费用总额超过510美元（每年按通货膨胀率进行调整）的贷款，或者总费用超过贷款总额8%的抵押贷款。这一法案的实施有3天的缓冲期，允许贷款者在此期间撤销贷款。该法案还包括一些基本性的条款，如规定放贷人具有向贷款人披露各种信息的责任。例如，贷款人应被告知，即使他已经向抵押贷款的房产投入了一些钱，如果不能按时还款，他也可能会失去房产。

《业主权益保护法》还提出禁止掠夺性的担保贷款，如分期付款的最后一笔为超大额付款的贷款、负分摊分期付款（月平均还款额不足以在贷款期限内还清贷款，以致总的贷款额增加）、对提前还款进行处罚的大多数贷款，以及规定活期还款账户条款的贷款等。法律禁止按贷款人的抵押品而不是其还款能力来进行放贷。除非是基于贷款人的利益，否则禁止在初次贷款的12个月内进行再融资。货币监理署同样禁止国家银行不是按贷款还款能力，而主要是按不具有抵押品赎回权的市场销售价格发放消费贷款。

美国各州也颁布法律禁止掠夺性贷款。北卡罗来纳州率先在1999年通过

了这样的法律，禁止多次融资和多次预收费用的抵押贷款。北卡罗来纳州要求居民就那些收费极高、利率偏高的贷款向有关方面进行咨询，禁止最后一笔付款为超大额的及负分摊的分期付款。法律还禁止贷款人收取趸缴的信用保险的保费，保费必须允许按月缴纳，同时要求贷款人在发放贷款前考虑贷款人的还款能力。法律的颁布导致贷款总额降低，进而引起争议，有人认为法律阻止了本就无力偿还的掠夺性贷款，也有人认为法律的颁布使得正常的贷款需求得不到满足。

2001 年，佐治亚州通过了《公平借贷法》，要求放贷方能够证明，在贷款后 5 年内进行再融资的住房抵押贷款给房主带来了有形的净收益。也就是说，再融资是出于贷款人的利益考虑，而非只是为了让经纪人和放贷人收取更多的费用。新泽西州在 2003 年通过了与此相似的法律——《业主安全保护法》。其他的州立法律还对特殊的掠夺性贷款进行了限制。由于经纪人往往是掠夺性贷款的主要参与者，一些州还进一步对他们的职责进行规范和监管。到 2004 年为止，有 32 个州及哥伦比亚特区通过了加强掠夺性贷款监管的法律。

为了阻止更多反掠夺性贷款法律的颁布，使其不会阻碍次级贷款的发展，从事抵押贷款融资业务的公司进行了大规模的游说活动。美国公共诚信中心的报告指出，1999—2009 年，排名前 25 位的抵押贷款公司共花费了大约 3.7 亿美元用于规避监管。美国最大的次级贷款公司之一——全美抵押贷款公司大约斥资 2000 万美元在新泽西州和佐治亚州组织竞捐及其他意在阻止监管掠夺性贷款立法的游说活动。这些活动也得到了全美金融集团、汇丰集团和抵押贷款银行家协会的支持。

联邦政府优先监管权

由于佐治亚州颁布的《公平借贷法》中包括刑事处罚条款，有些贷款公司取消了在这个州的次级贷款业务。货币监理署和储蓄机构监管局认为它们具有监管优先权，此举意味着归联邦政府监管的银行不受佐治亚州此法律的约束。接下来，佐治亚州政府宣布州辖银行也不适用于此法律，但非银行性抵押贷款公司和金融公司仍适用于此法律。

为了证明其监管力度及州政府监管的不必要性，货币监理署在2000年发布了对位于新罕布什尔州提尔顿的国家银行从事掠夺性贷款的强化监管报告。银行同意将遵守相应的贷款限制并向客户退款3亿美元。在2003年的另一起事件中，货币监理署判决清湖国家银行因滥发住房证券贷款，须向30个客户偿付10万美元。

FDIC因其接管的一家银行在成为众矢之的后继续从事掠夺性次级抵押贷款达5.5亿美元而遭遇尴尬。这家银行就是位于伊利诺伊州的超级银行。这些贷款是在FDIC削减此业务并将它转卖给另一家银行时才浮出水面的，其中一些贷款的利率高达12%且违约者众多。FEIC与比尔银行达成交易，比尔银行以9000万美元购买了这些有问题的抵押贷款业务。

联邦贸易委员会（FTC）与第一联盟抵押贷款公司产生了有关掠夺性贷款的争议，并控告后者从事掠夺性贷款业务，故意隐藏其向贷款人收取的高额贷款费用及超高利率。后者为此付出了6000万美元。2002年9月，FTC又公布了一宗控告汇丰集团的案件，要求汇丰集团向贷款人退款2.4美元，原因是汇丰集团兼并的第一联合资本公司出售超高价的信用保险。这是FTC历史上数额最大的一起案件。此后，汇丰集团同意将公司贷款的费用从贷款额的5%下降至3%。

2004年，司法部和美联储又查处一起汇丰集团分支机构掠夺性贷款事件。汇丰集团同意支付7000万美元并被勒令暂停此业务。此案涉及的是汇丰集团在巴尔的摩的汇丰金融信用公司，它要求贷款申请人必须有合同共同签署人，而且要求贷款申请人和共同签署人同时购买高价的信用保险。汇丰集团亦因没有考虑贷款人的还款能力就放贷而受到指控。种种迹象表明，汇丰金融信用公司的员工试图向调查者隐瞒贷款业务事实。汇丰集团还受北卡罗来纳州检察长的指控同意支付2000万美元，原因是欺骗约9000个贷款人购买昂贵的信用保险。

司法部、货币监理署、住房和城乡发展部联合指控荷兰银行，指控它伪造抵押贷款文件，向联邦住房管理局提交了大约2.8万份伪造的保险单，荷兰银行同意支付4130万美元。美国证券交易委员会指控洛杉矶地区的经纪人

劝说客户利用次级抵押贷款为住房再融资，而经纪人将贷款投资于根本不适合这些投资者的高风险证券。

对掠夺性贷款的打击仍在继续。2002年，美国家庭国际银行作为美国家庭金融公司的母公司，本来不适用于货币监理署的优先监管权条例，但它受来自50个州的检察长和银行监管机构的指控，因掠夺性贷款支付了8.44亿美元。接下来，2006年1月，全美抵押贷款公司也因掠夺性贷款受到49个州的检察长和监管机构指控，结果支付了3.25亿美元。

国会的民主党议员一直希望通过类似北卡罗来纳州的法律来抑制掠夺性贷款，但当时的布什政府及时任美联储主席的格林斯潘却极力阻挠，格林斯潘甚至以美联储监管的名义发布对银行的监管文件来反对这种限制掠夺性贷款的努力。国会也曾审议超越货币监理署优先权的立法，试图加强监管掠夺性贷款，但由于次级贷款机构的游说及阻挠而没有得以通过。

当各个州还在为货币监理署的优先监管权而争论不休的时候，这一规定得到了联邦最高法院的支持。联邦最高法院在2007年宣布，国家银行的全部抵押贷款业务，无论是通过银行还是其下属机构放贷，都受货币监理署而不是各州的监控。[①]

所有50个州的监管人员都反对这个意见。北卡罗来纳州的检察长罗伊·库珀认为高等法院的决定“在掠夺性贷款像狂野西部一样蔓延时却将50个州长拉下了马”。[②]具有讽刺意味的是，掠夺性贷款的案例就发生在美联银行总部所在的北卡罗来纳州。美联银行与密歇根州的监管机构因为对美联银行下属的美联抵押贷款公司的监管问题发生争议。就在高等法院的决定公布不久，美联银行就因为从事次级贷款业务遭受巨额毁灭性损失，美联银行之后被富国银行接管。

纽约检察长艾略特·劳伦斯·斯皮策试图挑衅货币监理署的优先监管权规定。他之前曾威慑其他州的监管者，也曾威慑美国证券交易委员会，而且

---

① *Watters v. Wachovia*, 550 U. S. 1 (2007).

② Jo Becker, Sheryl Gay Stolberg, and Stephan Labaton, "White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire," *New York Times*, December 21, 2008.

颇为奏效，但货币监理署另当别论。斯皮策指控国家银行的下属机构第一地平线全美公司从事掠夺性贷款，来挑战货币监理署的权威。其实，他只是处以象征性的罚款，并利用此作为测试货币监理署权限的手段。他还要求负责8家大银行清算业务的纽约清算所向他提供有关信用评分和其他贷款数据的信息。尽管美国证券交易委员会也曾受制于斯皮策，但来自货币监理署的联邦监管人员根本不理会他这一套。货币监管部门的代理审计官朱利叶·威廉姆斯通过联邦法院永久禁止斯皮策针对国家银行低收入贷款业务进行调查。

毫无疑问，货币监理署的行为使人们开始质疑放松银行监管是否导致了次贷危机、是不是斯皮策本可以更早地使次贷问题浮出水面。针对这个问题，最高法院决定重新核定对斯皮策的禁令是否合理，以及这种禁令是否妨碍了斯皮策对国家银行违反州立法律的监管。然而，纽约检察长被拒绝查阅银行的账目及相关记录，使重新核定工作受到限制。对斯皮策的禁令直到2009年6月29日才得以解除。而此时，次贷危机的发生使不同层次监管的相容性或双重监管的争议不复存在，但斯皮策已经没有机会品尝胜利的滋味了，因为他已经因丑闻被赶下了台。颇具讽刺意味的是，斯皮策在辞职前最后一次作为改革派在公众场合表态，就是他发表在《华盛顿邮报》专栏上的一篇文章，文章中他指责货币监理署的优先监管权规定，指出各州的检察长已经察觉到掠夺性贷款的飙升，但由于货币监理署的规定，他们无法抑制这种态势的发展。对此，货币监理署给予了尖锐的公开回应，声称大多数掠夺性贷款问题发生在属于各州监管范围的机构，货币监理署对这些机构无控制权限也不适用于优先监管权规定。国会在2010年7月通过了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》，对货币监理署的优先权限加以限制。

美国各州一直致力于对次级贷款的监管工作。美洲银行在2008年第三季度卷入由它在次贷危机期间并购的美国国家金融公司引起的掠夺性贷款指控。指控由15个州的检察长发起。为平息这起指控，美洲银行同意修改多达40万份分期贷款合同，同意以很低的利率对这些贷款进行再融资，而且减少本金数额。但美洲银行在实施以上协议过程中遭遇到困难，因为有些贷款已经证券化，其中一些购买证券的投资者拒绝修改贷款协议，因为这会引起他们

收益的下降。

在2009年8月次贷危机重创整个国家的时候，佛蒙特州跑赢了全国。《华尔街日报》在头版报道指出佛蒙特州住房抵押贷款违约率全国最低，每10万户中只有3户违约。与此相对应，违约率最高的内华达州，每10万户中有396户违约。究其原因，佛蒙特州的成果源于州立法律要求放贷人必须告知贷款人其贷款利率是否明显高于其他放贷人，并且规定抵押贷款经纪人负有为贷款者权益考虑的信托责任。此外，佛蒙特州银行鲜有贷款被证券化，这也进一步保证了贷款的质量。①

房利美和房地美

房利美在2005—2008年购买或担保了2700亿美元的次级贷款，由此承担的巨大风险在当时颇受关注。其实在早些时候，1999年9月《纽约时报》的一篇文章就预见到当整体经济下行时，会引起这些贷款的违约，届时必然需要政府对房利美进行紧急救助。②美国企业研究会的研究人员皮特·威尔森很久之前曾多次批评房利美及房地美。他也曾警告说房利美和房地美的次级贷款会使得政府像20世纪80年代发生的储蓄贷款危机一样，不得不对这两家公司也实施紧急救助，后来的事实被他不幸言中。

到2004年，在全部4.1万亿美元的抵押贷款担保证券总额中，房利美和房地美两家公司就达到2.65万亿美元。这两家政府支持企业的风险管理并不理想，由此更引起人们的担心。2003年，房地美宣布它会重新公布公司前3年的收入。在当时的情况下，此举并无大碍，房地美声称重新公布是为了反映其衍生品业务更高的收入。但几个月之后，房地美开除了3名参与之前没有公开的会计违规事件的管理人员，这使得房地美公司的股价在一天之内下跌了16%。

---

① Gary Fields, "Vermont Mortgage Laws Shut the Door on Bust—and Boom," *Wall Street Journal*, August 17, 2009.

② Stephen A. Holmes, "Fannie Mae Eased Credit to Aid Mortgage Lending," *New York Times*, September 30, 1999.

房地美将2000—2002年的收入少报了50亿美元，以平滑不同年份的收入，使其与金融分析师的预估相一致。房地美开除了总裁大卫·格林、董事会主席兼首席执行官（CEO）勒兰德·布兰德塞尔。首席财务官（CFO）沃恩·克拉克被迫引咎辞职。布兰德塞尔也因卷入此丑闻而接受联邦住房企业监管办公室的处罚。处罚包括退还他在房地美工作期间所得到的1050万美元的报酬，并放弃额外340万美元报酬的索取权。房地美由于对会计违规疏于管理，向联邦住房企业监管办公室缴纳了1.25亿美元罚金。另外，房地美因公司账目的不当申报向美国证券交易委员会支付5000万美元。

与此同时，房利美宣称公司不存在像房地美那样的与抵押贷款相关的会计违规问题。但不久之后的2003年，房利美公布公司不但被报同样有会计违规问题，而且还存在账目计算错误。事实证明，房利美存在巨额会计账目申报不实问题。房利美主动向美国证券交易委员会单独注册证券业务，同时公司在2003年3月仍将此部门收入计入财务年报。这使得美国证券交易委员会指控房利美在4年的时间里误报公司收入，要求房利美重新申报公司90亿美元的收入，这项误报会使2001—2004年政府支持企业的利润减少40%。房利美同意为此向美国证券交易委员会和联邦住房企业监管办公室支付4亿美元。但联邦住房企业监管办公室因没有对房利美的报告进行及时回应而备受指责。批评人士还指出，联邦住房企业监管办公室规模太小，人员配备不足，仅有140名雇员及区区3000万美元的年度预算，很难对以上这两家政府支持企业的巨头进行监管。

房利美在2006年3月又公布了一起会计违规行为，联邦住房企业监管办公室在2006年5月发布了针对房利美的报告。报告认为房利美的CEO富兰克林·雷恩斯及其他房利美管理人员的行为方式“与其岗位职责、会计准则和诚信的价值观严重不符”。[①]联邦住房企业监管办公室的报告还指出房利美鼓励会计利用报表将公司描绘成有持续收入且收入稳定的公司，并且公司还制订了管理人员补偿计划，按每股的收入目标完成情况对管理人员进行奖励，而

① Gretchen Morgenson, "They Left Fannie Mae, But We Got the Legal Bills," *New York Times*, September 6, 2009.

其衡量标准完全由管理人员人为操纵。联邦住房企业监管办公室认为房利美的会计规则完全背离原则，并严厉谴责雷恩斯的管理方法，认为他从会计操纵中牟取利益。①

富兰克林·雷恩斯任职房利美期间收入颇丰。他的年收入从2000年的450万美元飙升到2003年的1160万美元。这些收入完全基于会计操纵带来的虚报利润。雷恩斯从小在西雅图历经贫困，后来发奋学习进入哈佛大学并获得罗氏奖学金。在克林顿执政期间，雷恩斯任白宫预算主管。房利美成为民主党政客口诛笔伐之地，雷恩斯自然成了当中的焦点人物。他和其他两个高管对房利美会计违规问题负有管理责任，同意向联邦住房企业监管办公室支付3140万美元。雷恩斯个人同意支付其中的2470万美元，但其中大部分以公司期权及其他权益的方式支付，在房利美倒闭之后，这些权益的价值所剩无几。纳税人被迫为此买单，总额超过600万美元。雷恩斯和其他房利美高管也因公司违反会计准则惹上官司。

来自新罕布什尔州的前参议员沃伦·拉德曼起草了一份篇幅巨大的有关房利美会计操纵行为的报告给董事会。尽管房利美大多数的会计行为与通常的会计准则不符，但拉德曼在报告中认为这其中CEO雷恩斯并无过错，应当免责。报告指责雷恩斯在公司中倡导一种任由不合理作为的"文化"。拉德曼将会计问题主要归咎于公司的CFO蒂莫西·霍华德以及会计审核琳恩·斯宾塞。财政部的一名官员认为房利美的会计操纵行为源于"不计代价赚钱"的公司文化。②

雷恩斯后来担任奥巴马总统竞选活动的顾问，这使得他成了奥巴马的民主党对手、来自亚利桑那州的参议员约翰·麦凯恩的主要攻击对象。信息披露称，美国国家金融服务集团的CEO安吉洛·莫兹洛曾利用个人权力为雷恩斯、房利美的前任CEO詹姆斯·约翰逊以及另一个民主党政客办理抵押贷

① Office of Federal Housing Enterprise Oversight, "Report of Findings to Date from Special Examination of Fannie Mae."

② Paul Weiss Wharton, Rifkind and Garrison, "A Report to the Special Review Committee of the Board of Directors of Fannie Mae."

款，这个民主党政客在房利美任职并享受高薪，他最后一年从房利美拿走了2100万美元的报酬，这些爆料使雷恩斯无比尴尬。雷恩斯和约翰逊的贷款是经“莫兹洛的朋友”在全美金融集团安排的，他们向国会议员和其他显贵们提供条件优惠的贷款。雷恩斯否认贷款有任何优惠条款，但国会调查证明在贷款文件中确实存在优惠条款。

2008年9月次贷危机爆发的高峰期间，人们又发现另外两名房利美的管理人员从全美金融集团获得贷款。其中一个是丹尼尔·穆德，当时房利美由联邦政府接管，穆德任CEO，他因此事被迫离职。另一个从全美金融集团获得贷款的房利美管理人员是杰米·戈雷利克，他也是一个曾在克林顿执政期间任职、后来入职房利美的政客。他2003年从房利美拿到的奖金高达80万美元。人们至今无法弄清毫无金融从业经验的他如何能够入职房利美。2010年国会调查证实，美国国家金融服务公司总共为150名房利美的VIP客户提供了非常人所及的优惠抵押贷款。这150人当中包括高管、管理人员及一些普通职位上的工作人员。很多贷款是在房利美同意购买大量美国国家金融服务公司股票的前一年当中办理的。

2004年，财政部长约翰·斯诺极力主张降低房利美和房地美的抵押贷款组合比例，因为利率变化会给政府支持企业带来巨额损失并严重扰乱市场。这种呼吁是徒劳的。布什政府试图监管像房利美、房地美这样的银行的努力，也因民主党参议员克里斯·多德、参议员查尔斯·舒默和常任代表巴尼·弗兰克的极力反对而付诸东流。

政府支持企业的会计违规问题仍在蔓延。房地美声明2005年公司年报因公司资产估值问题延迟公布。2006年3月和5月，房利美暴露出更多的会计问题，公司宣布2007年以前不再公布任何有关公司财务状况的报告。2006年，房利美花了8亿美元让会计人员矫正公司的财务记录。2008年，联邦住房企业监管办公室警告房利美和房地美，它们为增加收入，采取不恰当的会计方法来计算公司投资组合价值。

格林斯潘也曾批评议会对房利美和房地美设定的资本要求过低，当抵押贷款市场发生危机时，不能有效缓冲债权人的财产损失。对此，这两家公司

回应说它们很好地利用互换等金融工具进行风险管理，公司资本充足。[①]虽然美国早在2004年就通过立法将联邦住房企业监管办公室转交给财政部，但直到房利美和房地美在次贷危机高峰期间倒闭之前，这项法律一直没有被执行。

担保债务凭证

最常见的次级贷款证券化的形式之一就是担保债务凭证（CDOs）。次级贷款被打包在一起，在证券化之后通过向投资者销售入股凭证，使投资者获得打包后的次级贷款的部分相关权益。这些入股凭证是在证券销售时卖给投资者的，销售由雷曼兄弟、贝尔斯登和美林这样的投资银行负责。它们指定受托人来为投资者管理这些打包后的资产，相应的服务机构负责接收并分发相应的收益。将次级贷款打包并证券化差不多已经形成了一种程式化的操作。

比以上工具更复杂的工具是“CDO指数”工具，把CDO而不是抵押贷款进行再打包、再证券化。在这之上，还有“CDO指数的指数”，将CDO指数再打包、再证券化。金融工程师们还发明了合成CDO，这些产品不包含抵押贷款或CDO，而是一种信用担保产品，用来防止CDO工具发生的损失。合成CDO的回报取决于或参考贷款投资组合的投资表现。发行者将CDO进行合成而不需要真的拥有贷款。这种信用产品通过信用违约互换进行交易，交易的一方定期付费，另一方则在贷款发生名义损失时对与其交易者进行补偿。如第七章所述，合成CDO是美国证券交易委员会用来对付高盛集团的有力武器。

专一险种保险机构

专一险种保险机构提供财务担保性质的保险，是次级抵押贷款证券化过程中的另一种重要增信手段。[②] 这类保险机构最初只向州、市等市政债券提供违约保险。市政债券通过参加这种保险，能够以AAA级的等级发行；如果不

---

① Jason T. Strickland, "The Proposed Revelatory Changes to Fannie Mae and Freddie Mac," pp. 274 - 275.

② Michael Durrer, "Asset - Backed Commercial Paper Conduits" .

参保，不可能获得如此高的评级。参保降低了融资成本。市政债券年违约率不到年发行量的1%，因而保险人开办这种保险业务能够盈利。

专一险种保险机构在保险产品大众化后作出了后来令其后悔莫及的决策：将保险业务扩展到为次级抵押贷款证券提供担保服务。专一险种保险机构与评级机构一样，依赖历史数据和数学模型进行违约率测算。它们在期望违约率测算的基础上确定保险费。次贷危机发生前，次级贷款的损失率相当低，这主要源于相关次级贷款的初期利率低、利率没有进行重置，而且住宅市场的持续升温使得再融资比较容易，这也使违约的显现相对滞后。在这样的背景下，专一险种保险机构设计的模型对风险水平的预测不够全面、充分，这一点被接下来的次贷危机所印证。

市场债券保险联盟（MBIA）是规模较大的专一险种保险机构，总部设在纽约州阿蒙克市，营业机构遍及全球。随着结构性金融业务的增长，2001—2006年，市场债券保险联盟的收入每年以140%的速度快速增长。安巴克金融集团（Ambac Financial Corporation，以下简称安巴克）坐落于纽约市，是另一家类似的大型专一险种保险机构。上述两家保险机构都以市政债券保险起步，且市政债券保险目前仍在其总保险业务中占有相当高的比重。这两家公司都将业务范围拓展到包括次级抵押贷款担保在内的债务责任担保领域，这为其带来了致命的风险。保险机构的模型设计能力使其业务扩展在最初看来相当具有吸引力，也似乎没有给它们带来什么风险。

在次贷危机开始显现时，安巴克已经承保了400亿美元次级抵押贷款债务。次贷危机全面爆发后，安巴克的资本规模太小，不足以覆盖其风险敞口。安巴克为了脱困，拿出自己资产份额的5%进行再保险，将部分风险传递给了安胜保险公司（Assured Guaranty）。同时，安巴克与花旗集团达成一项协议，针对花旗集团14亿美元的索赔，安巴克向花旗集团支付了8.5亿美元，同时安巴克与花旗集团持有的、安巴克承担担保责任的全部抵押贷款所支持的证券脱钩。

2007年，安巴克公布警示报告称，公司第四季度将会出现巨额亏损。公司首席执行官罗伯特·吉耐德（Robert J. Genader）离职，公司红利缩减

67%。晚些时候，安巴克公布称，因为92.1亿美元次级证券担保业务，公司第四季度亏损32.6亿美元。为了提高资本充足率，安巴克向社会募集10亿美元，结果它没有募集到足够的资金，评级公司对安巴克的AAA信用等级进行了降级处理。

安巴克的情况继续恶化。2008年第一季度，安巴克报告亏损16.6亿美元，并导致股价下跌43%。2008年3月，安巴克试图获得包括花旗集团、瑞银等在内的8家银行的注资（20多亿美元）以提高资本充足水平。纽约州州长艾略特·劳伦斯·斯皮策等一直向这些银行施加压力，促使它们援助安巴克，其原因在于专一险种保险机构的顺利运行可以提升市政债券的信用等级进而降低融资成本。经过诸多努力，安巴克在2008年3月只筹集到了15亿美元的权益资本，它需要20亿美元，多数人认为这仅达到实际需求的一半。安巴克宣布将与结构融资工具承保相关的支付推迟6个月。安巴克新增资本没能实现足额筹集，公司股价下跌了20%。安巴克当时大约有1400亿美元的结构融资存量风险敞口。安巴克在2008年停止支付红利，报告当年亏损56亿美元。在公司股价2008年下跌96%的背景下，2009年1月，安巴克向公司4名高管支付总计300万美元奖金的公告引发了社会的强烈不满。

市场债券保险联盟的资本状况也因抵押贷款违约严重受损。公司股价2007年下降了70%，公司的AAA信用等级也出现了危机。市场债券保险联盟如果失去了AAA信用等级，其开展保险业务的能力也会相应地受到影响。市场债券保险联盟宣布结构融资工具保险业务暂停6个月。

市场债券保险联盟为了夯实其资本基础，2007年12月接受了美国华平投资集团（Warburg Pincus）5亿美元的股本注资，股价是每股31美元。事实证明，对投资者而言，这项投资并不明智。2008年4月早些时候，市场债券保险联盟的股价下降到每股13.61美元。2008年1月，市场债券保险联盟发行了收益率为12%、共10亿美元的增量票据，借此保住了其信用等级。市场债券保险联盟的季度红利也缩减了62%，但这些努力收效甚微。市场债券保险联盟2008年第一季度报损24.1亿美元。令人奇怪的是，市场居然将此认为是公司能够保有其原来信用等级的好消息。可是，穆迪却宣布重新审核市场

债券保险联盟的信用等级。当2008年6月亏损额持续上升时，市场债券保险联盟失去了AAA级的信用评级。

市场债券保险联盟和安巴克的信用等级都被下调到AA级，标准普尔还提出了可能会进一步下调的预警。2008年11月7日，穆迪进一步降低了市场债券保险联盟的信用等级，将它的债券评级降为垃圾债券等级，同时还将其保险业务信用等级由A2级降到了Ba1级。信用降级引发了其他合约的连锁反应，从而使公司的流动性资源更加紧张。市场债券保险联盟要求一家相对较小的评级公司惠誉评级（Fitch Rating）停止对其证券化债务进行评级，因为它不同意惠誉评级对这部分债务设定的资本需求标准。市场债券保险联盟认为标准过高。市场债券保险联盟的损失在2008年第三季度再度增加，安巴克遭遇了进一步的信用降级。市场债券保险联盟第三季度损失8.6亿美元，全年报告亏损27亿美元。

市场债券保险联盟2009年2月宣布，公司计划拆分为两个部分，一部分经营市政债券保险，另一部分经营结构性投资和其他非市政保险业务，并否认该措施意在形成类似"好银行—坏银行"的结构。有18家银行联合起诉市场债券保险联盟的拆分，认为拆分将会在财产权益覆盖范围上对它们形成欺诈。"第三大道"资产管理公司（Third Avenue Management）也对市场债券保险联盟提起诉讼，声称该公司拆分的"资产剥离"将会损害债券持有者的利益。最后，市场债券保险联盟仍保留抵押债务担保业务，国民公共财物担保公司（NPFGC）接管了州债券保险业务。市场债券保险联盟公布称2010年第一季度亏损14.8亿美元。

专一险种保险机构的问题继续扩大。2008年3月，威尔伯·罗斯（Wilbur L. Ross）向全美第五大债券保险公司安胜保险注资10亿美元，安胜保险曾经接管了安巴克的部分次级保险业务。2008年7月，穆迪投资者服务公司（Moody's Investor Services）对安胜保险AAA信用等级进行重新审核，金融证券保险公司（Financial Security Assurance）遭遇了同样的重新考核。另一家专一险种保险机构先科达（Syncora，曾用名SCA）因为市政债券和结构性融资产品的1400亿美元债券担保业务而陷入困境。2009年4月，保险业监管机构

要求先科达停止赔付。此举导致先科达信用违约互换业务形成180亿美元债务。而这项互换原来的净风险敞口仅为10亿美元。

另一家债券保险机构ACA控股公司报告称2007年第三季度亏损10亿美元，从而面临将严重影响其保险业务开展的信用降级。相应地，相关银行持有的、由ACA控股公司提供保险的结构性投资工具和向该公司投出的资产支持商业票据业务必须由表外移入表内。ACA控股公司与客户就次级抵押贷款违约690亿美元达成了协议，公司同意将控制权移交给这些债权人并继续从事市政债券的保险业务。ACA金融保险公司有超过600亿美元由其担保的信用违约互换无法支付，其中包括美林证券持有的大量防范自身次级工具风险债务。美林证券在次贷危机中处于极端困难状态，并且存在其他的次级债务保险问题。美林证券起诉证券保险机构——证券资本保险公司（Security Capital Assurance），称其抵押贷款信用违约互换的违约金额为31亿美元。

个人抵押贷款的保险索赔也在增加。同类机构中最大的保险机构MGIC投资公司在这场危机中损失数亿美元，其中包括在2009年第二季度亏损的3.4亿美元。该公司宣布连续12个季度亏损，直到2010年第二季度才恢复盈利。

2008年10月，美联储主席伯南克提出设立政府债券保险人机构，以提升证券化抵押贷款的安全性，但此项计划并没有实施。沃伦·巴菲特宣布将进入债券保险市场，运用自身雄厚的资本实力与当时举步维艰的债券保险机构展开竞争。巴菲特的专一险种保险公司伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Assurance）2008年第一季度保费收入达到4亿美元，成为同行业中的老大。

由于对市场债券保险联盟和其他市政债券保险公司稳定性的担忧，新市政债券的发行市场暂时冻结。随着市政债券违约现象的不断增加，专一险种保险机构在担保中的履约能力受到越来越多的质疑。次贷危机引发的经济下滑导致市政收入减少，市政债券违约现象会增加。由于缺乏有效保险，地方政府债券的价值大幅度下滑，许多地方政府在债券市场上根本借不到钱。这使得本来就因为经济衰退收入减少的地方政府财务雪上加霜。2009年7月，加利福尼亚州结算账单时只能使用借据。2010年，加利福尼亚州政府赤字达

到 190 亿美元。

抵押贷款保险的其他业务同样受到次贷危机的影响。从 2008 年第三季度开始，为房屋所有者提供抵押贷款保险的保险机构陷入恐慌。这些保险机构提高抵押贷款保险标准，导致许多潜在的借款者得不到保险支持。商业信用保险机构同样陷入困境。这些商业信用保险机构的保险内容包括应收账款、应收账款看跌期权、单一买方信用保护、信用违约互换等。

信用违约互换

由于次贷借款者通常支付较高利率，因此对放款机构具有较大的吸引力，但放款机构必须同时承担这类贷款违约率高的潜在风险。因此，它们更需要利用信用违约保险或信用违约互换等方式进行信用增级以利于交易。一位学者这样来描述信用违约互换：A 银行希望借助于 C 帮助它对冲向 B 公司发放 1000 万美元贷款的风险，C 是信用违约互换的经销商。C 向 A 承诺，如果 B 违约，C 将向 A 支付 1000 万美元；相应地，A 需要向 C 支付一定年费以获得这种保护，A 希望能从 C 那里得到担保以确保对债务有利。[①] 信用违约互换深受市场欢迎。2007 年上半年信用违约互换名义价值存量达到 45 万亿美元。到 2007 年底，信用违约互换市场覆盖了 65 万亿美元债务。尽管实际净风险较小，但仍旧数量可观，达到 2.3 万亿美元。

相关机构设立了一系列指标来监测和交易基于信用违约互换的抵押贷款支持证券。2001 年，摩根大通创立了包含 100 种单一公司债券工具的高收益债指数（HYD）。2004 年，囊括多个领域、包含信用违约互换工具各个等级、从投资级债券到垃圾债券的道琼斯 CDX 指数创立。IBOXX 指数和 Trac - X 指数提供债券一篮子报价。由马其特伙伴公司提供的 CMBX 指数及 ABX 指数则参考 15 ~ 20 个债券工具。ABX 指数主要反映不利次贷事件而以“恐惧指数”著称于世。2007 年，芝加哥期权交易所（CBOE）开始交易针对特定信用事件自动行权的信用违约期权。芝加哥期权交易所的另一种产品是信用违约篮

---

① L. Gordon Crovitz, "When Even Good News Worsens a Panic," *Wall Street Journal*, November 24, 2008.

子期权，这种期权是基于至少两个相关主体的现金安排期权。信用违约互换期货也在芝加哥期货交易所交易。

在过去的几年中出现了以下问题，即信用违约互换和类似工具是否属于保险范畴，应遵行州保险法及相应的资金储备要求。州保险监管者，特别是纽约州保险监管者认为，这样的工具不属于保险。按照保险术语，保险必须存在“可保利益”的受益人。在信用违约互换中，不存在保险利益，因为它没有与直接影响受保护一方利益的意外事件相关联。受保护一方即使在没有受到利益伤害时，也有可能获得支付。纽约州保险监管负责人迪纳罗（Dinallo）2008 年 10 月在国会作证，仅有 10% 左右的信用违约互换是用作保护工具，其余都是投机赌注。2010 年通过立法禁止将信用违约互换作为保险业务对待。

抵押贷款经纪机构

在次贷危机前，抵押贷款经纪机构是抵押贷款发起的主体。放款银行向这些经纪机构支付费用，该费用一般根据利差溢价（YSP）核定，高于借款银行向消费者提供的“平价”利率，消费者直接向银行申请贷款。90% 以上由抵押贷款经纪机构发起的抵押贷款都具有利差溢价。据估计，次贷危机前 60% 的抵押贷款存量是由抵押贷款经纪机构发放的。

早期警告信号显示，激励抵押贷款经纪机构开展业务的因素主要是赚取相关费用，而非发放贷款的可靠性。花旗集团 2001 年 8 月宣布，基于对可靠性的质疑，暂停与 4000 家抵押贷款经纪机构的联系。次贷危机中质疑声不断增加。纽约州参议员查尔斯·舒默（Charles Schumer）指控全国最大的家庭抵押贷款发放机构——美国国家金融服务公司向抵押贷款经纪机构采用不适当的激励措施，让抵押贷款经纪机构误导借款者去申请成本更高的贷款。另外，抵押贷款经纪机构还要收取相当于次级贷款价值 1% 的费用，其中包括 3 年期提前预付罚金以及利率可调整的抵押贷款初始利率到期后更高重置利率的奖励。

摩根大通 2009 年 1 月宣布不再通过第三方经纪机构，而是直接由公司雇员发起优先级抵押贷款。鉴于当时正发生次贷危机，2008 年 3 月财政部建议

对抵押贷款经纪机构进行监管。该计划由州政府负责行政管理，由被称为抵押贷款发起委员会（MOC）的联邦机构实施监管。MOC将建立抵押贷款经纪机构的颁发执照标准，检查州政府对这些标准以及对抵押贷款经纪机构进行监管的执行情况。预计该计划将于2010年通过立法。

证券化过程中的另一个缺陷是对担保债务凭证（CDOs）中抵押贷款质量调查的不尽职。投资银行将这一任务外包给各种公司，如克莱顿控股（Clayton Holdings）、博安集团（Bohan Group）、奥普斯资本（Opus Capital Markets）等。这些公司主要是对相关文档进行抽查，审核也仅是按需进行而且肤皮潦草。克莱顿公司辩称，它曾警告评级机构许多贷款存在缺陷。

非银行次贷放款机构

银行和储蓄机构等传统的抵押贷款发放机构由于担心此产品带来的风险避开了次贷市场；相反，非银行放款机构却热衷于此。历史上，次级贷款的发放机构仅限于高利贷发放者、当铺和私营贷款公司。其后，20世纪60年代惠民金融公司（Beneficial Finance）向次级贷款的发放机构开展二手转贷业务。惠民金融公司认真拓展这项业务，在10年之内年盈利达1亿美元，因信用违约形成的损失仅为1%。[①]2003年全球最大银行之一汇丰银行以140亿美元的价格收购惠民金融和家庭融资国际公司。收购后汇丰银行成为全美第二大消费信贷发放机构，在全美46个州有1000家分支机构。但事实证明，这些收购的代价高昂。这一项收购就使汇丰银行在2007年亏损110亿美元。2009年2月，汇丰银行宣布，由于亏损额持续攀升，公司将削减美国的消费金融业务。

20世纪90年代，次级贷款的主要发放机构是抵押贷款银行和专注于住房信贷特别是次级贷款的金融机构，当时次级贷款的收费和利差都非常高。[②] 这些抵押贷款的发放机构都属于“非银行的银行”，它们可以逃避监管，因为监管机构对银行的定义是既接受通知存款又发放商业贷款的机构。非银行的银

① Paul Muolo and Matthew Padilla, *Chain of Blame*, pp. 28 - 32.

② Bosworth et al., *The Economics of Federal Credit Programs*, p. vii.

行不接受存款，仅仅发放住房贷款，从而被排除在银行之外。[1]

20世纪80年代，监管机构必须和许多非银行的银行进行角力，这些机构因不接受通知存款（接到存款者的通知就可以立即取款的存款）而不能够被认定为银行，但其业务与受监管的银行又非常类似。这些非银行的银行提供可转让支付命令（NOW）账户服务，并有技术上的通知要求，即这些存款在法律上不能依照通知立刻提取，但实际上可行。根据银行的定义，20世纪80年代还有一些非银行的银行可以避免监管，它们接受存款但是不发放商业贷款。

1984年美联储试图通过将NOW账户界定为通知存款账户和将商业贷款的定义扩展为包括商业票据和其他货币市场工具（不包括个人、家庭和居民贷款），将这些非银行的银行纳入监管范围。[2] 1986年最高法院裁定，美联储无权以这样的方式延伸银行的法律定义。[3]后来，国会通过立法将NOW账户纳入通知存款的范畴，但既不接受存款也不发放商业贷款的抵押贷款发放机构并不受相关概念扩展的影响。抵押贷款公司可以充分利用相关漏洞，向银行和其他商业贷款发放机构为住房抵押贷款融资。这些没有得到有效监管的机构在次贷危机中起到了关键作用。

非银行抵押贷款发放机构包括先加公司（First Plus）、世景抵押贷款公司（Cityscape Mortgage）、美国最大的次级抵押贷款公司（Ameriquest）、长滩抵押贷款公司（Long Beach Mortgage）、第一选择抵押贷款公司（Option One Mortgage）和钱柜公司（Money Store）等。次级贷款发放额排在前八位的均是位于南加利福尼亚州的非银行机构。由于利差大，抵押贷款市场竞争异常激烈且极具吸引力，但很少有人关注该市场的相关风险。从1993年到1997年，由次级非银行机构发放的房屋净值贷款增加了10倍，达640亿美元。据1998年《华尔街日报》报道，这类贷款都是发放给"那些在银行根本贷不到款的人"。金融分析师"曾造访放贷公司，'坐在那儿看着业务员审核贷款，信用

① 12 U.S.C. §1841（c）（2008）.

② 12 C.F.R. 225.2（a）（1984）.

③ *Board of Governors of the Federal Reserve System v. Dimension Financial Corp.*, 474 U.S. 361（1986）.

报告显示申请贷款的家伙之前已经破产过两次'"。[1]位于加利福尼亚欧文的迪泰基金公司（DiTech Funding Corporation）甚至发放价值高达住房价值125%的高收费贷款。

这些抵押贷款发放机构存在财务问题。它们不能通过吸收存款为发放抵押贷款融资，而是依靠愿意向抵押贷款融资的公司获得资金，这是次贷危机风暴形成的一个重要原因。审慎证券（Prudential Security）向这类非银行机构开启了“仓储式”融资模式。其他投资银行很快发现这种模式正中其下怀，因为它们可以向非银行机构收取高额利息，而这些非银行机构可以对发起或购买的次级贷款索取更高利息。

“仓储式”金融模式为投资银行的介入提供了便利，非银行机构发起抵押贷款后，投资银行可以将这些抵押贷款证券化来收取高额费用。由投资银行提供资金，抵押贷款发放者发放抵押贷款，然后出售给投资银行，投资银行进行证券化，证券出售后形成新一轮贷款发放的资金来源，其结果是形成一个巨大、不断增长、旋转木马式的“仓储式”贷款循环。

20世纪90年代中期，证券化给次级抵押贷款市场带来了短暂繁荣，但1998—1999年的危机使这一市场跌至低谷。有段时间内，次级贷款证券化非常困难，非银行放款机构的资金来源枯竭。证券化过程中出售给投资者的证券凭证流通性非常差。有数十家次级贷款放款机构在此轮危机中破产，其中有许多是上市公司。在首轮次贷危机中遭遇重创的公司包括南太平洋基金公司（Southern Pacific Funding Corporation）、亚当斯金融公司（Aames Financial Corporation）、先加公司（First Plus）、美信公司（AmerCredit）、IMC抵押贷款公司（IMC Mortgage）、太平洋美银中心（Pacific America Money Center）以及信科金融公司（the Unites Cos Financial Corporation）等。

有一篇报道如下：

影响次贷行业近年来健康运转的因素有很多，竞争加剧是其中最重要的因素。1994年，仅有10家公司从事发放次级贷款的业务。但到1998年3月，

① Greg Ip, "The Global Credit Crunch," *Wall Street Journal*, October 7, 1998.

从事这项业务的机构增加到50家。次贷市场竞争加剧导致信用质量恶化。次贷放款机构的快速增加迫使这些公司必须更深入地挖掘信用市场客户资源。信用质量的降低增加了违约风险。此外，随着美国人均债务水平的上升，消费信贷违约也在不断增加。缺乏经验的初创次级贷款发放机构不断涌入也损害了这一行业，这些公司不能正确评估客户的信用等级，造成信贷决策失误。当次贷放款公司因财务困难股价下跌时，各种机构都不愿向次贷放款公司注资以发放新的次贷。①

首轮次贷危机后，美国证券交易委员会警告会计师事务所，应当特别审慎地审核次贷发放机构证券化贷款的利润入账方式。证券交易委员会特别关注证券化“销售利润”的会计处理方法。这种会计处理方法在交易时就确认利润，但利润可能在数年后才能实现。美国财务会计准则委员会（FASB）建议对这类交易采用更严格的会计处理方式。

也许是因为多数媒体缺乏关注，人们似乎没有从首轮次贷危机中吸取教训，随后发生的从泰国蔓延至俄罗斯，进而导致长期资本管理公司（LTCM）对冲基金倒闭的亚洲金融危机吸引了人们的注意力。另一个原因是当时的次级贷款市场规模太小，当时抵押贷款存量中仅有10%左右为次级贷款。即便如此，大型投资银行也应该从首轮次贷危机中吸取教训。北卡罗来纳州大型银行第一联合银行在1998年以21亿美元并购钱柜公司，后来与美联银行合并。但两年后，第一联合银行为此并购付出了18亿美元的代价。美联、美林等后来收购非银行次贷放款机构的银行，在2007年出现的次贷危机中，其业务都遭受了不利影响。

加利福尼亚次级贷款发放机构第一联盟公司（First Alliance）1999年初还能够保证源于雷曼兄弟1.5亿美元的仓储式信贷便利而正常运转。雷曼兄弟同时还投资于另外两家次贷发放机构，即科罗拉多州立托顿的极光贷款服务公司（1997）和加利福尼亚欧文的BNC抵押贷款公司（2000）。贝尔斯登也向非银行次贷发放机构提供了大量仓储式融资，并且创建本公司次贷发放机

① Gilreath, “The Entrance of Banks into Subprime Lending,” pp. 149, 153 - 154.

构 EMC 抵押贷款公司，该机构在首轮次贷危机恐慌中损失甚微，得以自保。

首轮次贷危机中的损失处理方法是作为会计问题进行核销，金融市场上百年一遇的风暴也不太可能重演。规模比较大的投资银行认为，它们能够正确评估市场风险并采用适合市场需求的方式构建证券化。投资银行认为它们熟练的风险管理技术会使其免受在首轮次贷危机中那些放款机构所遭遇的损失，但是它们彻底错了。

第 2 章
危机的序幕

第 1 节　经济恐慌与经济泡沫

一些相关历史

周期性的市场泡沫、恐慌、衰退和萧条一直困扰着全球经济运行。1636 年的荷兰郁金香事件与 1720 年的英格兰南海事件就是众所周知的例子。新大陆也不能例外，其中 1762—1837 年出现了 10 次经济萧条。1792 年的经济恐慌，1796 年、1802 年、1807 年的经济衰退，特别是 1837 年的经济衰退给新生的美利坚合众国带来了明显的困扰。其中，1792 年的经济恐慌归因于威廉・杜尔和亚历山大・汉密尔顿针对纽约银行股票的套利。接下来，1857 年、1873 年、1884 年、1893 年发生了经济恐慌，其中 1893 年的经济恐慌引发了一直持续到 1897 年的经济下行，在 20 世纪 30 年代的“大萧条”来临之前，1897 年的经济恐慌一直被认为是“最严重的萧条”。

这些经济恐慌一般是从宽松的信贷发放开始，然后是经济兴旺，接下来以大范围的商业失败而终止，经济学家海曼・明斯基总结了这些经济恐慌的

过程特征，因此人们命名为“明斯基时刻”。[1]美国西海岸土地销售的繁荣引发了1837年的经济恐慌。安德鲁·杰克逊总统使用《1836年铸币流通令》来抑制土地投机，要求在购买公共土地时要使用铸币来进行支付。这项法令的颁布形成了对经济的冲击，但1837年经济恐慌本身是由两个棉花企业的失败触发，进而向整个经济传导的。在纽约，超过250家企业破产，房地产价值大约下降4000万美元。

在以股市、债券大额成交量为表征的经济繁荣后，出现了1857年的经济恐慌。1857年经济恐慌由数个事件引发，其中包括从加利福尼亚出发运送黄金储备的“SS中美洲号”船只的沉没、俄亥俄人寿信托因司库盗用储备而破产。1873年的经济恐慌伴随着铁路金融的繁荣，触发事件是杰库克（JAY COOKE）公司破产。杰·库克是该公司的创始人，他在美国国内战争期间，为联邦提供了大量融资。1884年的经济恐慌发生之前，股票市场上投机活动兴旺，佛罗里达州的地产一片繁荣。此次恐慌的触发事件是经纪公司格兰特伍德（Grant & Ward）破产，联邦前将军尤里西斯·格兰特（Ulysses S. Grant）是该企业的合伙人。1893年的经济恐慌在国立绳业公司（National Cordage Company）经营失败后出现。

美国在1814—1914年经历了13次银行业恐慌，其中最严重的是1907年的恐慌，这是美国金融史上的一次种子事件[2]。触发这次恐慌的是与铜相关的股票操作，这项操作重创了尼克伯克信托公司。这项操作的目标是对联合铜业公司股票裸头寸空头轧平，也就是投机者们卖出他们并不实际拥有的股票，并寄希望于股票价格会下跌，以便于他们能够以低于卖价的价格买入股票。在那段时间里，市场中出现了大量卖空者，他们也将在2008年的次贷危机中重新出现并发挥作用。

尼克伯克信托公司的失败危及其他信托公司，并引致了恐慌。摩根大通刚刚通过发行债券救助了发行债券失败的纽约市，随后被迫应对尼克伯克信托公司破产带来的麻烦。众所周知，摩根大通将许多银行家关进公司图书馆，

---

① *Morris*, *The Trillion Dollar Meltdown*, pp. 133 - 134.

② *Robert F. Bruner*, *The Panic* of 1907, p. 2.

直到大家同意出台以摩根集团为主导的营救方案，秩序才逐步得以恢复。1907 年恐慌的突发性、未预期性及其严重性招致国会长时间的调查，并最终导致几年后美联储的设立。

1929 年股票市场的崩溃

直至次贷危机发生前，美国历史上许多骇人的金融事件，包括大萧条，都与 1929 年股票市场崩溃事件相关并在其后发生。纽交所的股票价格在 20 世纪 20 年代曾经翻倍，数量也大量扩张。1927 年证券价格增幅超过 37%，1928 年证券价格又增长了 43%。尽管有过一些警示信号，但 1929 年股票市场的崩溃对大家来说还是出乎意料。例如，一直从事借短放长套利交易的奥地利信贷银行 5 月 8 日破产。尽管市场各方各执一词，但整体上人们认为不会出现大问题。著名的金融家、后来的美联储创建者之一保尔 · 温伯格在 1929 年 3 月 8 日发出警告，指出股票市场上套利活动的狂热将会导致市场的崩溃和全国范围内的经济萧条。1929 年 9 月 5 日，著名的投资顾问罗格 · 巴布森预言股票市场将会崩溃，由此引发了市场的短暂出清，但在 1929 年 10 月“黑色星期四”前，市场并未出现快速的反应。“黑色星期四”当天，上百万的股票在市场上抛出，整个国家陷入恐慌。银行家们试图像 1907 年摩根大通那样救市。道琼斯工业指数在 1929 年 10 月 28 日和 29 日两天内下跌 23%。这样大的跌幅在 1987 年和 2008 年两次危机前从未出现过。

与以往恐慌不同的是，引发大萧条的主要原因无法厘清。许多经济学家逐渐达成共识，恐慌仅仅是促成大萧条的原因之一。唯一确定的是，无论是在这次崩溃之前还是崩溃之后，美联储都没有很好地履行使命。美联储为了放慢市场的扩张速度，将看涨期权市场短期融资（经纪人为筹措客户保证金而贷款）利率提高到 20%。但实际上，这一比例的提高促使更多资金进入看涨期权市场。

市场崩溃之后，美联储向银行体系注入 5 亿美元，并在 1929—1931 年连续 11 次降息，使利率从 6% 降到 1.5%。1931 年 10 月，利率从 1.5% 到 3.5% 的回调极大地打击了经济，于是美联储在 1932 年将利率降到 2.5%。正当经

济出现复苏的苗头时，美联储又在1936年提高了商业银行的准备金率，这项措施加上之后富兰克林·罗斯福向富人课以重税等对企业管理人员不利的政策措施，导致了1937年经济状况停滞不前。拯救经济的不是政府干预，而是第二次世界大战的爆发。

通胀

20世纪60年代是美国经济史上发展最快的阶段之一，结果是通胀率升高，1969年经济进入衰退。到1970年5月，纽交所的股票市值蒸发了将近一半。20世纪70年代，美国经济陷入了低增长与高通胀并存的滞胀阶段，政府束手无策。股票市场持续滞后，《时代》杂志发表了封面文章——《产权之殇：通货膨胀怎样损害股票市场》。

新到任的美联储主席保罗·沃尔克采用史无前例大幅提高利率的猛药，使美国经济陷入自20世纪30年代大萧条以来最严重的经济衰退。1982年全美失业率达到10%，底特律的失业率达到了令人吃惊的25%。随后，经济开始复苏，新的繁荣时代开启。将继任的美联储主席不惜以经济衰退为代价，采用了与沃尔克相同的方法，以惩罚性的高利率打击通胀。他成功地劝说美联储认可的利率的提升可以打压通胀并挤出泡沫，同时当直面衰退时，高利率可以提振经济。不论理论上的评价优劣，后沃尔克时代的实践说明，利率操作作为一项政策工具的作用并不明显，它只是在利率太低时强化了泡沫的存在，在利率太高、摧毁经济的时候才发挥出作用。

1987年股票市场的崩溃

1987年的股票市场崩溃是美国金融史上的一次重大事件。与1907年和1929年的经济恐慌相同，1987年10月14日开始的市场出清并没有预警，当天创下次贷危机前单周股市最大跌幅。10月15日和16日，股市继续大幅下跌。1987年10月19日，道琼斯指数下跌508点，单日绝对下跌量和单日相对下跌幅度两项指标刷新了历史纪录，跌幅超过市值的20%。有超过5000亿美元的股市市值蒸发。2008年次贷危机刷新纪录前，1987年10月19日一直

是华尔街历史上最惨烈的一天。

1987年股市崩溃的真实原因至今没有定论。美联储在9月将短期利率由5.5%提升到6%，有些人认为崩溃原因是商品贸易赤字，另一些人认为减少公司接管税收优惠是元凶。为此，美国专门建立了由将继任的财政部长尼古拉斯·布莱迪领导的委员会，其职责就是研究1987年的股市崩溃。布莱迪委员会认为，金融期货合约和相关交易策略会促使金融期货合约市场与股票市场趋向同步。但该委员会认为在1987年10月的低价出清中，这两个市场之间相互失联，加剧了价格下跌，破坏了市场稳定。

为了防止类似恐慌再度发生，布莱迪委员会提出了几项建议措施，但真正采用的只有一项贸易中断或“电路熔断”的机制。顾名思义，当市场的波动性达到一定程度的时候，熔断机制要求中断交易。事实上，熔断机制并不受欢迎，纽交所在2007年提出放弃这项制度，彼时距离最初提出该机制已经20年之久。这项制度在辅助交易有序运行方面似乎不再有必要，因为纽交所处理大宗交易的能力显著提高，可以有效完成过去那些可能会触发熔断制度的交易。1987年，纽交所每秒钟只能处理95条电子信息，但随着计算机的快速发展，2007年纽交所每秒钟可处理38000条电子信息。次贷危机期间，价格极端波动，取消该制度的建议因此搁置。2008年12月31日，纽交所公布了新的熔断阈值，在东部时间下午2点前道琼斯指数下跌850多点时，交易中断1小时。对于那些按照计算机信号进行大笔交易的程序化操盘手，熔断机制也设计了相应的限制措施。人们认为这些交易就是导致1987年股市崩溃的元凶。20年后，在次贷危机即将来临之时，纽交所放弃了对程序化操盘手的这些限制。

1987年10月的股市崩溃对经济造成的长期影响并不大。美国股市大约花费了2年的时间恢复到1987年10月前的水平，其间1989年10月13日股市发生过一次小型震荡。1989年10月13日当天股市蒸发1900亿美元市值，其中1600亿美元的损失发生在收盘前的90分钟，事实证明这次下跌是一次随机事件，市场并没有受到太大影响。

布莱迪成为美国财政部长后，需要他特别处理的另一件事是20世纪80

年代的拉美国家主权债务违约。过去，美国的银行向这些国家发放贷款，获得了颇高回报，但是到了 1982 年，美国最大的 10 家银行向这些国家发放的总数大约 500 亿美元的贷款面临违约，其中一半贷款发放给墨西哥。许多银行从拉美和其他欠发达国家的问题债务中遭受损失，美洲银行就是其中一员。这家银行已经为相关贷款损失计提了 11 亿美元准备金，此前 5 年它已经核销了 50 亿美元的不良贷款。花旗集团已计提准备金 30 亿美元，大通曼哈顿已计提贷款坏账损失 17 亿美元。这些数量比起次贷危机中的大量核减来说并不大，但在当时已经引发美国银行体系内部的大量争论。银行通过重组违约贷款来解决拉美债务危机，包括延长贷款期限、降低贷款利率甚至豁免本金。布莱迪部长接下来将这些债务从银行资产负债表上剥离，进行打包、证券化并命名为布莱迪债券，这些债券卖给投资者，危机逐步消散。

针对以上问题，国会于 1983 年通过了《国际贷款监管法》，要求银行增加对出现贷款拖欠或违约国家所发放贷款的计提损失准备。现在看来，该法案当时的观点颇有些讽刺意味："国会的这项政策目的在于保证美国经济的健康和稳定，保证其他国家免受不谨慎放贷或缺乏监管而造成的负面影响及威胁。"① 次贷危机表明国会和监管机构确实存在监管不足，需要强化审慎放贷监管。

国外的问题

20 世纪 90 年代早期，除了一次短暂的经济衰退以外，美国经济方面的主要关注点在国外。1994 年墨西哥比索崩盘，引发了世界范围的危机。此次危机的导火索是墨西哥政府试图逐渐使比索贬值，以避免投资者恐慌。但计划失败了，墨西哥经济严重下滑，危机扩展至其他拉美国家。

国际货币基金组织出台了针对多个国家的一揽子营救计划，危机逐渐平息。自此，国际货币基金组织成为债务违约国家寻求最后帮助的国际应急放款机构。但有些国家并不欢迎国际货币基金组织的救助计划，因为这种救助

① 12 U. S. C. §3901.

贷款往往会附加条件，使借款国政府承担更多财务责任。这些附加条件包括缩减政府在社会项目上的支出及增加税收等，这些条件被看作是对借款国主权的干预，有时会引发严重抗议。

1997 年泰国爆发经济危机，此前该国经历了经济的空前繁荣，而这些繁荣是以超越其负担能力的借款来提供资金支持的。这次危机的恐慌迅速扩展到印度尼西亚，然后是韩国。国际货币基金组织发放 400 亿美元贷款，力挽狂澜，稳定了受危机波及国家的货币。但此危机在世界范围的影响还是持续了 1 年有余。“亚洲流感”在 1998 年传到俄罗斯，俄罗斯金融体系存在缺陷，再加上油价下跌，导致其经济几乎崩溃。这些问题险些触发美国的又一次危机。

1998 年 8 月，道琼斯工业指数在短短几天内下降 1000 点。俄罗斯危机造成全球范围内的“财务冻结，不同类别的资产相继失去流动性，投资者集中涌进政府债券市场”。[①] 美联储主席艾伦·格林斯潘、财政部长罗伯特·鲁宾、财政部副部长拉里·萨默斯成为《时代》杂志封面人物，他们因在亚洲金融危机中的表现而被奉为“拯救世界委员会”。封面文章写道：

> 在深夜的电话铃声中，在伴随着各种饼干和橙汁的马拉松式会议上，罗伯特·鲁宾、艾伦·格林斯潘和拉里·萨默斯正在努力制止那些经济恐慌瘟疫的蔓延。他们主要倚仗极其强健的美国经济。年底，美国经济增长率超过 5%，两倍于分析家的预测，失业率为 28 年以来的最低值。通过战胜一个又一个的经济崩溃，捍卫经济政策独立于政治干预，他们如此完美地促成了美国经济的增长，使投资者在整个过程中享受极度的甚或妄想般的快乐。[②]

“拯救世界委员会”的成员在次贷危机中也将站在前沿并成为核心人物。

高杠杆互助基金——长期资本管理公司（LTCM）损失了 48 亿美元资本总额的近 90%，主要损失来自俄罗斯政府债券违约。美联储促成了对长期资本管理公司的援助计划。尽管这项紧急救助不包括任何政府资金，但也引发

① Ethan S. Harris, *Ben Bernanke's Fed*, p. 70.

② Joshua Cooper Ramo, "The Three Marketeers," *Time*, February 15, 1999.

了很大的争议，因为人们认为美联储向市场投放流动性并向市场发出信号——美联储将会拯救任何处于流动性陷阱及面临非预期损失的大型投资机构。这种流动性投放被称为“格林斯潘看跌期权”。[1] 对长期资本管理公司实施救助的另一项附带结果是，贝尔斯登是唯一一家被纽约联邦储备银行邀请参与救助，但其拒绝参与的投资银行。此拒绝行为使得华尔街对贝尔斯登一直愤恨和不满，以至于当贝尔斯登在次贷危机中陷入困境时大家都不愿出手相救。

历史上，美国政府已经多次采取“太大而不能倒”的策略，20 世纪 70 年代对洛克希德的贷款担保以及 80 年代对克莱斯勒的担保是两个突出的例子。美国政府也曾经在 80 年代对伊利诺伊大陆银行的存款者进行救助，将存款保护提高到一般存款保险标准限额之上，并实施银行国有化。这些措施基于金融领域“太大而不能倒”的基本理念，因为这些金融机构的破产将会引发市场恐慌，导致其他企业的破产，进而严重损害整体经济。之前发生的经济恐慌印证了这一观点的正确性，一家或者少数几家公司的破产会导致恐慌、衰退，直至经济大萧条。有学者持相反的学术观点，认为这样的干预并不合理，他们认为这种干预会引发道德风险并鼓励大公司不负责任的行为，因为大公司相信政府终将介入施救。政府救助也会使得股东和债权人缺乏强烈的责任感，不再通过监督管理情况来保护其投资。

第 2 节　迅速膨胀的不动产泡沫

互联网泡沫的破灭

20 世纪 90 年代牛市持续了将近 10 年。此轮繁荣中股票市场指数爆炸式上升并到达之前人们想都不敢想的高度。道琼斯工业指数一再翻倍，在 2000 年 1 月 14 日达到了 11722 点的创纪录高度。市场交易量也爆发式增长，1999

① Harris, *Ben Bernanke's Fed*, p. 71.

年纽约证券交易所单日平均交易量超过 8 亿股，纳斯达克日均交易量超过 10 亿股。

计算机技术发展和互联网应用催生的高科技互联网公司助推了市场泡沫。许多未经检验的初创公司首次公开发行的股票迅速成为二级市场的交易热点。1999 年有超过 250 个与互联网相关的首次公开发行，这些公司的股价在首个交易日的平均上涨率为 84%。

美联储主席艾伦·格林斯潘颇为关注股票市场的迅速上涨态势。他在 1994 年警告说，股票市场存在泡沫，但几乎没人理会他的观点。1996 年，格林斯潘再次警告说，股票市场正在过度膨胀并断言这个泡沫是“非理性繁荣”的结果。格林斯潘的预言比实际稍微提前了一些（大约 3 年），但后来格林斯潘为排除担忧而采取的快速消除泡沫的措施使经济陷入衰退。事实上，格林斯潘的警示成了自我实现的预言。格林斯潘从 1999 年 6 月 30 日开始以一己之力，通过一系列的惩罚性加息来影响市场。面对这样的进攻，尽管市场抵抗了一段时间，但从 2000 年 4 月开始，市场开始下行。在持续下行的行情中，市值蒸发了 8 万多亿美元。

格林斯潘认为加息政策能够确保在泡沫破灭后实现经济的“软着陆”。事实上，美联储的行为几乎把经济推至准衰退。意识到错误之后，格林斯潘调转方向，自 2001 年 1 月 3 日开始启动降息。这项措施力度太小也太迟，2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击使事态变得更加复杂，恐怖袭击不仅摧毁了世贸大楼，也几乎腾空了纽约金融区，并使股市价格暴跌。

纳斯达克综合指数在 2000 年 4 月的一周内下降了 25%，从 2000 年 3 月 24 日的 5048 高点下降到市场崩盘后的 1114 点。道琼斯工业指数在 2002 年降到 7286 点，标准普尔 500 从 2000 年的 1527 点下降到 2002 年的 777 点。股市下行的主要原因是美联储加息，而利率提高也影响到了整体经济。2002 年的经济下行不符合官方关于衰退的定义，因为没有连续两个季度的下降，在两个下降的季度中存在一个季度的低增长。安然丑闻及后来的“9·11”恐怖袭击事件进一步挫伤了市场信心。格林斯潘 2002 年 7 月向国会汇报说“传染性贪婪”已经损害了美国企业。

利率

格林斯潘的降息措施将利率推到45年以来的最低水平。美联储在2002年1月30日宣布其计划在不远的将来维持低利率政策。美联储持有低利率预期及国会通过新任总统乔治·布什的减税措施共同撑起了股市。

纳斯达克指数2003年增长50%，道琼斯指数增长25.3%。黄金价格在2003年12月达到了414美元/盎司，为8年来的最高水平（次贷危机期间金价超过了1200美元/盎司）。纳斯达克指数在2004年1月12日达到30年来最高值。2004年3月全国失业率为5.6%，零售销售增长3个百分点。2004年上半年国内生产总值年化增长率为6.1%。制造业活动也处于20年来最高水平。经济呈现全面进入繁荣新时代的景象。

意外后果定律再一次显示了它的正确性。美联储的低利率政策启动了住房市场的繁荣，住房建设迅速增长，房价迅速上升。2000年成为新住宅建设增长自1996年以来最快的一年。2000年美国抵押贷款存量总额为5.2万亿美元，其中新发放贷款大约1000万笔，规模是1.6万亿美元。这些新发放贷款有超过一半出售给了二级市场。超过40%的抵押贷款由房利美、房地美和吉利美发起。

2001年3月，房价比上年同期上涨8.8%。房利美、房地美、吉利美和联邦住房贷款银行2001年第一季度新增抵押贷款约850亿美元，2001年新的抵押贷款发起总额达到1.5万亿美元，其中9000亿美元是新增抵押贷款，其余部分是再融资。平均而言，房屋所有者相对于抵押贷款发放者拥有其房屋价值的45%，在1985年这一数值是32%，在2008年上升到54%。[①]

面对2001年7月国会的问询，格林斯潘陈述称，上涨的房价形成了"未实现资本利得的缓冲"，这一利得通过抵押贷款再融资和房屋销售得以实现。他断言这部分资本正在保护经济，即使股票市场下行，低利率政策也会刺激次贷放款。新房屋销售在2002年创下纪录，当时30年期住房抵押贷款平均

---

① James Grant, *Mr. Market Miscalculates*, pp. 129 – 130.

利率降到了6.07%。随着利率进一步下降和房价继续上升，抵押贷款再融资市场持续繁荣，并为消费者提供现金。2002年，二次抵押贷款的美元价值增长近20%。

只付利息抵押贷款更加受到公众欢迎。2002年华盛顿互助银行每月发放大约10亿美元此类抵押贷款，这种贷款通常要求按照高于伦敦同业拆放利率（LIBOR）的一定利差按月支付利息。LIBOR是许多银行设定贷款利率和对浮动贷款利率进行重置的基础参照利率。2002年此类抵押贷款支付的利息低至3.25%。当LIBOR利率从2001年的6.37%降到2003年的1.625%时，只付利息抵押贷款的利息降到了2.8%。华盛顿互助银行的选择性可调整利率抵押贷款的占比从2003年的5%增加到了2004年的40%。

2004年只付利息抵押贷款、负摊销抵押贷款和其他类似的非普通抵押贷款存量总量达到8000亿美元。美林鼓励投资者通过只付利息抵押贷款释放现金，再投资于其他方向。[①] 只付利息抵押贷款倡导者指出，30年期抵押贷款早期不会有多少分期还款，没必要担心只付利息抵押贷款中分期还款少，因为这种贷款只是简单地延迟了分期还款的时间。

2002年9月到2003年9月，新发放抵押贷款达到1.2万亿美元，再融资3万亿美元。2003年，拥有自己住房的美国家庭比例达到69.2%。现房销售在2002年和2003年都创下了最高纪录。2003年房屋销量超过700万套，其中包括109万套新建住房，创下新纪录。低利率意味着消费者可以为房产借到更高额度的贷款，用更多的钱买房。2002年，新建住房的平均价格上涨5.8%，达到218900美元的新高度。2003年房价上涨7.4%。

2004年6月现房销售创历史最高纪录，新建住房开工量为历史上第二高值。加利福尼亚和佛罗里达的房屋价格在2001—2006年之间翻了1倍还多。2003年价值超过100万美元的房屋数量上升，占房屋市场总数的0.6%，其中半数分布在加利福尼亚、纽约和佛罗里达。以套利为目的、在泡沫中购买和销售住房已经成为全美范围内的一种娱乐休闲活动，连电视节目也在告诉人

---

① James Grant, *Mr. Market Miscalculates*, p. 132.

们如何通过购房和快速装修炒卖房产。

随着利率的下降，银行和其他放款者大范围开展抵押贷款再融资业务，从而获得大规模的业务费收入。银行、互联网在线公司、抵押贷款经纪公司通过提供快速的贷款申请通道（一般是线上办理渠道）、减少文本要求来推动消费者贷款。正如一本书里所说的，美国人已经培养出一种住房欲望，这种欲望已经成为他们每天生活中的主要内容。[①]

尽管评论房地产泡沫正在不断增加的舆论越来越多，但格林斯潘在一段时间内对这种可能性将信将疑。直到2004年6月30日，格林斯潘似乎才清醒过来并开始加息，当天联邦基金利率从1%提高到1.25%，此举对股票市场起到了一定的收缩作用，但市场不久便恢复常态。格林斯潘在2004年8月10日又加息0.25个百分点。在刚加息后道琼斯工业指数猛涨，之后持续盘旋、波动。

房屋市场增长步伐暂时放缓。2004年7月，现房销售数量与上月相比下降6.4%，房屋价格中位数持平。美联储没有理会经济下行信号，在2004年9月21日又加息0.25个百分点。这时，15年期住房抵押贷款平均利率为5%。2004年GDP增长4.4%，为5年来最高。公司利润不断上升并以1992年以来最强劲的速度增长。但是，货币市场出现了断点，长期利率并没有随着短期利率上升。

2004年12月，银行贷款违约率为6年来最低。随着2005年的到来，过去的27个月形成了弱牛市。2005年1月，房屋开工率达到21年来的最高值，在房地产泡沫开始膨胀的背景下形成了更多的套利机会。格林斯潘也开始担心房地产泡沫，认为存在泡沫的房地产市场繁荣不具有可持续性。他虽然认可区域性房地产泡沫，但不承认全国范围内房地产泡沫的存在。他的观点并没有对房地产泡沫产生即时效应。美联储继续加息，2005年3月22日，联邦基金利率升高到2.75%，市场持续繁荣。总统经济顾问委员会主席本·伯南克认为，房地产价格在2005年的前两年期间上涨了25%，“这些价格的增长

---

① Daniel McGinn, *House Lust*.

很大程度上反映了强劲的经济基本面态势"①。

2005 年 4 月，新房销售又创新纪录，美联储宣布计划继续加息并在 2005 年 5 月 3 日将利率提高 0. 25 个百分点。除能源市场外，其他领域的通胀并不显著。天然气价格处于上升状态，原油价格在 2005 年 4 月达到 58 美元/桶并继续上涨，墨西哥湾的油井因卡塔里娜飓风关闭之后，8 月油价达到 70 美元/桶。汽油价格上升至 3 美元/加仑，消费者不禁心头一紧。石油公司宣布利润创历史新高，公众颇为不满。

2005 年 5 月，美国住房抵押贷款存量达 7 万亿美元，其中 25% 为可调整利率贷款。现房销售在 2005 年 6 月也创历史新高。《经济学家》杂志发出极端但很有预见性的警告，指出房地产泡沫破裂将会伤害到整个经济。格林斯潘也警告投资者，经济持续低风险运行是不现实的假定。他还指出，消费者借助房屋产权借款消费，总额达 6000 亿美元，存在风险。

美联储在 2005 年 8 月第 10 次加息，联邦基金利率达到 3. 5%，比上年同期增长 2. 5 个百分点。2005 年 9 月 20 日，美联储再次加息。这时美联储对房地产的打压似乎有了效果。经济学家们预测，2005 年发放的抵押贷款仅为 2. 78 万亿美元，2003 年为 4 万亿美元。9 月房屋市场增长显著放缓。此时，美联储作出了放缓加息步伐的暗示。

2005 年，美国出现了自 1933 年以来的首次负储蓄率，且不同种族间的储蓄率存在较大差异。抽样调查发现非裔美国人正在撤离股票市场，他们参与股票市场的比率从 1998 年的 57% 上升到 2002 年的 74%，但 2007 年下降到 57%。与此相对照的是，有 70% 的白种人投资于股票市场。非裔美国人平均储蓄额比白种人低 50%，分别为 48000 美元和 100000 美元。退休账户的余额也有较大差别，黑人的平均值为 7. 3 万美元；白种人的平均数是 21 万美元；白种人每月平均储蓄 260 美元，黑种人的这一数值为 180 美元。

也有一些好消息传来。11 月消费者负债连续第 2 个月下降。2005 年第四季度美国家庭财富创历史新高，当然其中很大一部分归功于房价上涨。地产

① Gillian Tett, *Fool's Gold*, p. 122.

价值提升产生了财富效应，它意味着房屋价格走高使房主感觉到自己更有钱，这种感觉促使他们进一步消费。2005 年，美国消费支出自大萧条以来首次超过收入。

2005 年第四季度伊斯曼柯达亏损 5200 万美元，2006 年第一季度报告的亏损更多，达 2.98 亿美元。通用汽车在 2005 年亏损 86 亿美元，同时存在会计问题，公司首席执行官为此向股东道歉。通用汽车在 2006 年 3 月宣布向工会雇员内部发行股权，发行规模介于 35000 ~ 140000 美元。福特汽车在 2006 年第一季度报损 11.9 亿美元。同一季度埃克森美孚石油公司利润创世界纪录，达 107.1 亿美元。

2005 年美国贸易逆差增加 17.5%，贸易逆差纪录达到 7257.5 亿美元，但第四季度的年化增长率降为 3%。房屋建设放缓，12 月下降 8.9%，建筑许可减少 4.4%。12 月成屋销售放缓，新房销售数量下降 5%，存量房销售收缩 5.7%。由于利率上升，住宅翻新也放缓了。严重的是，房屋库存达到 10 年来最高水平。尽管失业率报告达到 6 年来的最低水平，但这一积极态势在接下来的几个月将发生显著变化。

银行业务继续扩张。监管机构准许美洲银行和太平洋邻里协会（PNC）建造旅馆和办公室，从而使这两家银行在非正常房地产市场中陷得更深。2005 年第四季度银行也有一些好的表现。花旗集团宣布其利润增长 30%，这主要来自其资产管理部门的出售所得。因为桑德·威尔即将退休，花旗集团的首席执行官查尔斯·普林斯被授予总裁的头衔。瑞士联合银行收入增加 3 倍，也多是来自资产出售。美联银行、富国银行、美国合众银行、五三银行全都报告收入增长。然而，美洲银行报告其自 2001 年以来首次亏损，亏损主要来自交易损失和消费者破产的增加。巴克莱银行收入净增长 5.9%，但坏账增加 44%。另外，美盛价值信托基金的比尔·米勒连续 15 年跑赢标准普尔 500，但这种好势头行将结束。

更多的加息

随着 2006 年的到来，《华尔街日报》预测尽管房地产市场会出现疲软，

但经济会持续增长。1 月前两周债券市场保持繁荣，新发债券 500 亿美元。美联储发出信号——不会过多关注通货膨胀，这提振了股票市场。2006 年 1 月 6 日，标准普尔 500 达 4 年半以来的最高值。2006 年 1 月 9 日，道琼斯工业平均指数自 2006 年 1 月以来首次报收 11000 点以上。股票市场呈现一定的波动性。因为对美国与伊朗关系的担心和能源价格的上升，道琼斯工业指数在 1 月 20 日下降到 10667.39 点。原油价格居高不下，但金融分析师预测原油价格将稳定在 60 美元/桶。持相反意见的专家预测原油价格将会达到 100 美元/桶。2006 年 2 月，原油交易价格围绕 65 美元/桶上下波动。当时失业率为 4.7%，商品零售额在当月陡升。1 月，个人收入和消费都有所增长，汽车销售也呈增长态势。

纳斯达克指数在 2006 年 3 月 29 日达到 5 年来最高点。道琼斯工业指数在 2006 年 4 月 20 日攀升到 11342.89 点，为 6 年来最高点。上市公司回购股票的数量也创下纪录，到 2006 年 3 月 31 日为止，回购总额达 3670 亿美元，足够用来应付医疗保障预算支出。这种回购有利于提升每股收入，推动公司股价上涨，从而给公司高管持有的股票期权带来利好。2006 年 1 月，房屋开工减少 14.5%，2 月成屋销售增加，多缘于季节性变化。2 月新房销售下降 10.5%，这是 9 年来新房销售数量下降幅度最大的一次。大型房产建造商托尔兄弟报告指出新增订单下降 29%，房屋存量增加。另外一家从业历史超过 50 年、业务遍及全国的房屋建造商 KB 房产公司报告称公司订单取消数量急剧增加，新订单减少。

2006 年 2 月，有报告指责房利美没有达到次级贷款发放目标。随着利率的提高，作为全国最大的次级贷款放款机构之一的美国国家金融服务公司收到的贷款申请数量也在显著减少。正如美国国家金融服务公司雇员所说的，"超低利率是房地产繁荣景象最好的助推剂"，当利率上升时，"买权数量急剧减少"。[①] 2006 年发放的住房抵押贷款中有超过 20% 是次级贷款。就像美联储官员 2007 年 3 月在接受国会问询时所说的，"次级贷款在过去 3 年快速增长，

① Adam Michaelson, *The Foreclosure of America*, p. 213.

2006 年放贷数额过大。根本原因是 2000 年后最初的几年市场利率超低，刺激了抵押贷款再融资和新发贷款的显著增长”[1]。2006 年新发放贷款的信用质量普遍较低。

2005 年 10 月，任期最长的美联储主席格林斯潘宣布，他将在 2006 年 1 月结束任期。他在 18 年任期内，经历过四任总统。他在市场博弈顶峰时期退休，以美联储主席的身份成为传奇人物，并被世界上大多数人尊为处理金融事务的领袖精英。退休后，格林斯潘已然成为经济事务方面的专家。尽管他是共和党人，但格林斯潘在自传中仍然指责乔治·布什政府的赤字政策，这成为媒体的头条新闻。次贷危机无疑损害了格林斯潘的声誉，人们指责他没能在危机演变成泡沫前及时地收缩房地产市场。

监守人的更替

本·伯南克在 2006 年 2 月 1 日接替格林斯潘任美联储主席。他原来是普林斯顿大学的经济学教授，对大萧条时期的经济颇有研究，这样的背景非常有助于他在美联储的工作。伯南克曾在美联储理事会供职。在被任命为美联储主席前，伯南克是总统经济顾问委员会主席。

格林斯潘在其就任美联储主席的最后一次会议上再次加息。毫无疑问，格林斯潘的加息举措削弱了房地产市场，但继任者必须将革命进行到底。人们希望伯南克可以“一步到位”，也就是说上任后加息一次，之后停止加息。但事实并非如此。[2] 伯南克延续格林斯潘对房地产市场的狙击态势，连续 3 次加息。

《华尔街日报》在 2006 年 3 月第一周刊登头版文章，描述财产管理机构如何使丧失赎回权的抵押房产不断增加。《华尔街日报》在 3 月 11 日发出警告称，随着可调整利率抵押贷款低利率的重置，房主们的抵押贷款还款额将增加；随着利率的升高，房屋净值贷款也有所放缓。伯南克对这些问题并没

① Roger T. Cole, director, Federal Reserve Division of Banking Supervision and Regulation, “Subprime Mortgage Market,” testimony before the U. S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, March 22, 2007.

② Harris, *Ben Bernanke's Fed*, p. 71.

有过多关注，他在3月14日警告国会称，联邦赤字规模过高，应当适当缩减。预算赤字在2006年有所降低，但预计在2007年还会增加，并随着次贷危机的发生呈爆炸性增长。

伯南克在3月发表意见称，如果长期储蓄供应充足推低长期利率，短期利率必须控制在更低的水平。伯南克无视越来越多的房地产市场崩溃警告信号，在2006年3月28日宣布再次加息，将短期利率提高到4.75%的水平。

第一季度的表现

金融公司第一季度表现强劲。雷曼兄弟报告称业绩为历史最佳。贝尔斯登利润增长36%，摩根士丹利利润增长17%。花旗集团、美联银行和富国银行都有较好表现。花旗集团方面还有其他的利好消息，公司治理部门3月宣布在监管控制方面业绩显著提升。美联储也宣布允许花旗集团自2006年4月开始重新涉足并购，取消因安然丑闻而对花旗集团作出的相应限制。美洲银行利润增长14%，摩根大通净收入增长36%，太阳信托银行报告的利润更高，但警告称其未来在资产组合方面将会面临问题。华盛顿互助银行当季也有不俗表现，2006年4月以9.83亿美元收购商业资本（Commercial Capital）。

标准普尔500公司在2006年第一季度回购了超过1000亿美元的公司股票。美国公司整体上利润增加，但汽车销售减少。办公室的空置率处于5年来最低水平。3月工资总额快速上升，成屋销售当月也在上升，消费者信心处于4年来最高水平。尽管3月房屋价格按年化标准仅仅上升2%，为2年来最低速度，但第一季度美国经济年化增长率为4.8%。

随着商品零售额的增长，整个经济带着欣欣向荣的景象进入了4月。当月税收收入增加13.5%，主要来自财富效应带来的税收增加，但汽车行业明显处于下滑状态，通用汽车2006年4月的销售下降10%以上。经济中还存在其他的不确定因素，金价在4月超过了600美元/盎司，原油的交易价格为70美元/桶。佛罗里达房屋销售明显遇冷，全国范围内止赎的抵押房屋不断增加。

道琼斯工业平均指数在2006年5月2日达到6年来最高值11416.45点。

2006 年 5 月 10 日，黄金交易价格为 700 美元/盎司，当天道琼斯指数收于 11639.77 点。经纪公司股票价格快速上涨，内部人员利用价格向上摇摆的机会变现。回过头来看，这样做实属有先见之明。

鲍尔森就位

布什政府允许美元相对欧元和其他货币贬值，目的在于使美国产品在海外市场上更具有价格优势，从而有助于缩减快速膨胀的贸易逆差。这一策略并没有立显功效。3 月，美联储宣布连续第 15 次加息，伯南克指出，未来还会考虑加息。但 4 月中旬，美联储释放信号，考虑暂停加息的步伐。然而，2006 年 5 月 10 日，美联储确认连续第 16 次加息，短期利率推高至 5%。

5 月 10 日的美联储会议纪要显示，加息将持续多久存在不确定性。美联储委员们在是否继续加息问题上意见相左，无法达成一致意见。伯南克随之释放美联储也许会暂停加息的信号，但后来证明这只是个假动作。基于对通货膨胀的持续关注，美联储在 2006 年 6 月 29 日连续第 17 次加息，将短期利率提高到 5.25% 的水平。此时，短期利率已经高过长期利率。这样的状态很可能会出现问题，因为旧金山联邦储备银行在 2003 年发现，之前 6 次衰退之前，都曾出现过收益率曲线反转。

伯南克没有充分重视利率反转预示的衰退的可能性，因为当时长期利率和短期利率都低于前几次衰退之前的水平，但反转或者平坦的收益率曲线引发了其他方面的关注，因为它会给那些在套利交易中通过借入短期资金来发放长期贷款的机构带来压力。2006 年 2 月的 30 年期国库券综合反映了这种形势。

2006 年 5 月，布什总统任命亨利·鲍尔森接替约翰·斯诺担任财政部长。鲍尔森一直是高盛集团的总裁和首席执行官，当时政客们努力将两个职位分离的决策还没有施行。①劳埃德·布兰克费恩接替鲍尔森担任高盛集团的首席执行官和总裁。布兰克费恩将在次贷危机中扮演十分重要的角色。2004 年高

① Charles D. Ellis, *The Partnership.*

盛集团支付2980万美元薪金给鲍尔森，据说他通过高盛集团股票获得的个人财富超过7亿美元。按照政府利益规则，鲍尔森在成为财政部长后以每股142美元的价格出售了其持有的高盛集团股票，共计4.85亿美元。基于政府管理人员的税收豁免规定，鲍尔森此次出售少缴税约1亿美元。

鲍尔森在达特茅斯学院大学期间是常春藤联盟球队的巡边员，毕业于哈佛商学院，也曾经在白宫国内事务委员会工作，担任尼克松总统的助理。此外，他曾经在国防部担任助理。他在高盛集团工作期间一路升职，并在纽交所任职期间驱逐总裁理查德·格拉索，在纽交所发展成为高度电子化的市场中发挥了关键作用。

利率效应

作为次贷市场的中心，加利福尼亚州在2005年可以说呈现出一片沸腾的景象，2006年同样流光溢彩。这两年里加利福尼亚州每年发放的贷款数量超过600000笔，几乎占当期次级贷款全国发放总量的25%。2006年5月，一年前发放的住房抵押贷款违约增加，这是信用质量下降的先兆，但5月房屋开工量比4月增加5%。

2006年第二季度房价上涨1.17%，6月房屋库存为9年来最高值，成屋销售在6月、7月连续下降。但总体经济仍然强劲，6月失业率仅为4.6%。经济学家们一致担心美联储加息过高，使经济进入衰退。对通货膨胀的担忧依旧存在，部分是由于原油价格，6月的第一周每桶原油价格超过72美元。小麦和谷物的价格也在上涨。工资总额增长缓慢。

托尔兄弟的住宅订单在第二季度下降47%，并且收入下降19%。房利美有一些利好消息，司法部完成了对其会计操纵的刑事调查，没有提起指控。但是，布什政府试图加强对房利美和房地美监管的努力并不成功。

第二季度大型上市公司回购股票1160亿美元。当季公司利润整体上比上一季度增加3.2%，比上一年增加20.5%。无论是对投资银行还是商业银行而言，第二季度都是值得欢庆的季度。美洲银行净收入增加18%，摩根大通收入增长2倍，雷曼兄弟收入增加47%，高盛和摩根士丹利的收入都翻了倍，

贝尔斯登的利润达到5.39亿美元的创纪录水平。

花旗集团净收入增加3.8%，实现利润52.7亿美元，身处激烈竞争之中，汇丰银行取而代之成为世界上最大的银行。尽管这对于提振公司停滞不前的股价非常必要，但花旗集团首席执行官查尔斯·普林斯还是否决了压缩成本计划。混业经营对花旗银行来说是监管灾难。在陷入次贷危机前，安然丑闻和金融分析师丑闻已经使花旗银行被迫支付数十亿美元罚款及和解费用。

第三季度

2006年7月的第二周，由于美联储不明朗的利率政策和通货膨胀预期，股票市场开始波动。7月19日，美联储主席伯南克发表言论，指出正在放缓的经济增长应该会给通货膨胀降温，同时推动股市上涨。这一言论被解读为美联储放缓加息步伐的信号。到了8月，12家联邦储备银行中的10家都反对进一步加息。

通货膨胀仍旧是经济关注的焦点，但后来的事实表明通货膨胀开始放缓。7月，就业率走弱，但商品零售额增长旺盛。当月消费支出增加，但房屋开工量比上年同期下降近20%。7月，成屋销售数量下降11.2%，新房销售数量也在下降。8月，房屋库存增加4.7%，成屋销售数量继续下降。房屋价格中位数自1995年以来首次下降。

日本将贴现率从零提高到0.25%，这似乎是该国经历长达10年的经济衰退后复苏的信号。欧洲中央银行和英格兰银行都在8月加息0.25个百分点。2006年8月8日，美联储以少数票决定维持利率不变。这是两年多以来首次暂停加息。

第3节　裂缝出现

道琼斯指数上涨

2006年9月20日，美联储会议决定继续维持利率不变。短期利率保持在

5.25%。失业率在2006年9月降低至4.4%。道琼斯工业平均指数创下11727.34点的新纪录。9月银行监管机构加强了对低首付抵押贷款的监管。这种抵押贷款的借款者在还贷后期将面临贷款成本的大幅增加。

2006年10月第一周，伯南克似乎刚刚意识到房地产市场存在的问题，他警示说房地产市场的下行对整体经济增长也许是件好事。但经济信号有时是不一致的，10月预算赤字减少，2006年10月19日，道琼斯指数报收12000点以上。摩根大通称其第三季度的净收入增加30%。然而，大型抵押贷款放款机构华盛顿互助银行第三季度收入减少9%，花旗集团减少23%。花旗集团在10月1日发布盈利警告，主要原因是以次级贷款为支持资产的证券，以及与公司并购相关的贷款两类资产的减记。欧洲最大银行瑞士联合银行也因为34.2亿美元的抵押贷款支持证券的价值核减，发出第三季度将出现意外亏损的警告。

对通货膨胀的关注依然存在，2006年10月25日的美联储会议上，伯南克仍然将利率保持在5.25%。美联储同时宣布将对房地产市场给予特别关注，并预计房地产市场将严重下滑。但严重经济危机到来可能性的预警全然没有受到重视。10月房屋建设减少14.6%；房屋销售比上月减少3.2%，比上一年下降25.4%。2006年第三季度托尔兄弟订单减少56%，销售下降10%。

2006年11月，《华尔街日报》对经济学家的抽样调查一致认为，尽管房屋市场下降最严重的时点已经过去，但房价将继续下跌。美联储似乎重新将关注点聚焦于通货膨胀。2006年11月28日伯南克认为，通货膨胀“出奇的高”，相对降息来说，美联储更偏爱加息；相对于通货紧缩，美联储更关注通货膨胀。这种偏好使得美联储没能采取强有力的措施终止房地产市场下滑。

虚无的希望

11月，新房销售上升3.4%，成屋销售也有所增长，人们预测房地产市场的下滑已经结束。2006年8月和12月期间，抵押贷款申请数量增加。但是，12月，18个主要大型城区购房数量下降。尽管次级贷款违约在2006年12月已经处于10年来的最高水平，但《华尔街日报》对经济学家的抽样调

查认为，违约不会显著破坏金融结构。美联储拒绝响应日渐强烈的降息呼声，认为经济形势好于2002年降息的情况。美联储在2006年12月12日的会议上决定保持利率水平不变，同时继续关注通货膨胀。

一些机构开始尽量减少在抵押市场的敞口。荷兰银行请雷曼兄弟出售公司的抵押贷款资产。市场严重下行的态势日渐明朗。12月有两家次级贷款放款机构宣布破产，当月KB房产公司有2.85亿美元资产核销。除了KB房产公司以外，证券交易委员会还在调查期权倒填日期的问题。

2006年金融机构整体盈利情况甚佳。高盛净收入增长93%，创华尔街最高纪录。同年贝尔斯登利润增长38%，雷曼兄弟的利润增加22%。雷曼兄弟CEO理查德·福德获得为期10年、以公司股票为支付手段、总额达1.86亿美元的薪酬。2006年公司排名前三位高管的薪酬总额达9230万美元。雷曼兄弟和贝尔斯登后来都在次贷危机中破产。美洲银行在这一年的情况也很好，其首席执行官肯尼斯·刘易斯在获得2790万美元薪酬的基础上，还另外拿到价值7700万美元的股票期权。当时人们难以想象在即将到来的次贷危机中，美洲银行将面临破产，而刘易斯也将广受非议。

2006年第四季度花旗集团收入又创纪录地增长15%，达到238亿美元。第四季度公司回购10亿美元股票，全年共回购股票70亿美元。尽管后来被证明虚报利润，但第四季度的业绩公布后，花旗集团宣布红利提高10%，分红98亿美元。世界上最大的保险公司美国国际集团第四季度收入为上年的近8倍。该公司随后宣布将在2007年回购50亿美元普通股并将分红提高20%，2006年公司利润比上一年增长700%。此时人们无法想象在次贷危机的高峰时期，美国国际集团会因为其破产损害美国整体经济，而被迫接受联邦政府的援助。

2006年12月房利美重新公布的收入比原先报告的收入减少63亿美元，比上一年减少36%。房地美2006年的收入比2005年增长3.8%，《华尔街日报》发表文章断言房地美将在日渐喧嚣的次贷市场上获利。事实上，房利美和房地美都将因为次贷敞口而破产。

高盛一直都是次级抵押贷款证券的主要承销商，2006年12月其CFO戴

维·威尼亚敦促公司持有负头寸的此类证券。他命令高盛交易员出售10%的非流动性头寸，以对冲风险、进行保值，同时他要求公司取消之后的承销，出售存货，在次贷证券上保持空头。这些措施避免了高盛在次贷危机中的大量损失，也使其免于陷入不利境地[①]。

2006年成屋销售下降8.4%，是17年来的最差纪录。但美国国民平均收入在2006年出现了6年来的第一次增长。调整后，人均总收入超过58000美元。2006年前1%最富有的美国人平均缴税比率下降，但这部分人的收入占调整后总收入的份额反而增加了。

第4节 新的一年——2007年

好坏掺杂的信号

《华尔街日报》对经济学家的另一项调查在2007年1月2日得出一致意见，认为美国即将摆脱房地产市场衰退。几周后美国财政部长鲍尔森发表意见说，房地产市场似乎已经稳定了。尽管之前的美联储会议纪要认为有必要担忧美国经济的增长实力，但美联储官员认为通货膨胀仍然是其关注重点，无减息预期。随后，美联储争论的焦点集中在应该为通货膨胀设置“硬”指标还是“软”指标。接下来，在2007年1月31日的会议上，美联储决定保持5.25%的利率不变。通货膨胀方面的利好消息是，原油价格在2007年1月5日降到了56.31美元/桶，并在几天后降到了50.48美元/桶。实际上，2006年发达国家减少了石油消费。

债券市场开始关注次级贷款违约，这样做颇为正确。随着次级抵押贷款违约的增加，次贷放款机构的股票价格迅速下降。最大的7家抵押贷款放款机构市值减少37亿美元。独立国民抵押贷款公司（The Independent National Mortgage Corporation），也称作因地美（IndyMac），是洛杉矶地区最大的储蓄

① Charles D. Ellis, *The Partnership*, pp. 673-674.

贷款机构，也是全美第17大抵押贷款发起机构，在2007年1月发出盈利警告。住宅建筑商桑达克斯（Centex）也发出了盈利警告。大型奢侈房屋建筑商托尔兄弟2007年1月的订单减少33%，利润下降67%。

2007年1月，抵押贷款违约率上升到5年来的最高水平，与2006年12月相比，房屋开工量减少14.3%。低首付抵押贷款（pigback mortgage）违约增加，这类贷款允许房屋首付由借款支付，有些放款机构开始控制这类贷款的发放。随着违约率的持续增加，一些商业银行和投资银行开始清理抵押贷款投资。然而，银行的不良贷款呆账准备金却处于1990年以来的最低水平。

主要业务位于美国西部几州的齐昂银行集团（Zions Bancorporation）基于一份流动性协议的要求，购买了其下属机构持有的8.4亿美元表外投资，协议要求齐昂银行集团在这些投资业绩表现不佳时，履行购买责任。这些证券由抵押贷款支持，是资产支持商业票据工具的一部分，下属机构无法在商业票据市场上融资来支持这一投资。

道琼斯工业指数在2007年2月14日收于创纪录的12741.86点，但美元持续走弱。股票市场在2007年2月的最后一周遭受重创，待售空房率达到40年来最高值，待售空房占房屋总量的2.7%。2月底，房地美宣布，将收紧购买次级贷款资产。汇丰控股公布计提17.6亿美元次贷相关不良债务准备金，这一数额远远超过公司原来的预期。这些信息引发了人们对次级贷款市场的关注。2007年第一季度汇丰银行美国抵押贷款部的违约率为5.26%，因此其任命了新的美国次贷业务负责人。次贷放款机构股价继续急剧下降。美国布洛克税务公司也因次级贷款遭受了巨大损失。银行和其他监管机构开始整顿监管宽松的次级贷款放贷业务。美国住宅建筑商贝哲房屋（BEAZER HOME）是接受抵押贷款放款业务调查的公司之一。对冲基金经理约翰·鲍尔森第一季度在做空次贷市场上，将10亿美元投资价值翻了一番。这项对赌成为轰动一时的政府指控高盛集团的基本事实。

新世纪金融公司

总部位于加利福尼亚州欧文的新世纪金融公司（New Century Financial），

2007 年 3 月面临破产。它是美国第二大次级贷款放款机构，贷款违约数量巨大。融资机构停止对其提供融资，2007 年 4 月该公司申请破产，同时接受刑事调查。新世纪金融公司 2005 年抵押贷款发放额超过 560 亿美元。新世纪金融公司破产后，对冲基金埃林顿（Ellington）仅花费 5800 万美元就买断了它的抵押贷款资产。

《纽约时报》指责新世纪金融公司的审计机构毕马威没能在新世纪金融公司破产前发现该公司的问题。加利福尼亚州在 2006 年 8 月对新世纪金融公司进行审计，没有发现问题，但仅仅 7 个月以后该公司宣布破产。2008 年 3 月公布了毕马威作为审计机构及负责破产清算处理的独立审计报告。但报告的结论饱受质疑，因为该报告的独立审计人是米歇尔·米萨尔，而他是证券交易委员会执行部前律师，他一直参与世界通信公司（WorldCom）的调查。米萨尔将毕马威的审计与安然事件中的安德森相类比。

破产核查指控毕马威曾经帮助新世纪金融公司操纵会计账户，核查机构敦促投资者控告会计师事务所。新世纪金融公司的信托机构在 2009 年 4 月对毕马威提起指控。该信托机构指控会计师事务所玩忽职守，作为监审机构没有足够重视并无视下属机构针对新世纪金融公司业务会计处理不当的警告。当时操纵会计账目比较常见，根本无人关注，媒体对相关丑闻也没有过多报道。2009 年 12 月该公司破产两年半后，证券交易委员会申请指控新世纪金融公司和它的 3 个高管。证券交易委员会指控被告公开鼓吹新世纪金融公司的贷款业务“是负责任的”，但事实上他们根本不负责任，而且他们声称业绩表现高于同业公司，然而，被告在 2006 年 9 月就曾收到内部“风暴监控”系统发出的严重警告，即新世纪金融公司抵押贷款投资组合价值迅速下降。指控理由还包括被告夸大公司收入。摩根士丹利同意支付马萨诸塞州 1.02 亿美元以了结相关指控，因为他们向新世纪金融公司提供资金，为不符合要求的借款者发放贷款。摩根士丹利将这些贷款证券化后卖给投资者，使投资者遭受了巨大损失。

更多亏损

丧失赎回权的抵押房产的数量在增长，银行收紧了次级贷款发放标准。

2007年3月22日，KB房产公司宣布收入下降84%。第一季度美国国家金融服务公司和因地美收入也快速下降。华盛顿互助银行因次级贷款损失，第一季度收入下降20%。因为住房市场的下滑，家得宝第一季度净收入下降30%。

花旗集团运营成本畸高而导致利润下降，已经使之备受批评，而问题似乎不仅如此。本来为了削减成本、提高收入而迟来的大规模重组计划，共花费了10亿美元，为此花旗集团第一季度收入下降11%。重组的措施包括精简17000个工作岗位。爱德华·兰伯特对冲基金累计购买8亿美元花旗股票，看起来是对花旗集团管理体系的促进，但事实证明这项投资并不明智。

富国银行该季度净收入提高11%。摩根大通净收入增加55%，但美洲银行仅有5.4%的微弱增长。雷曼兄弟利润增长27%，但宣布将发行30亿美元优先股以增加资本头寸。这一消息和雷曼兄弟的利润报告有些相悖，但过后来看，这也许是雷曼兄弟资产负债表存在巨大风险敞口的首次警示。

2007年第一季度全球并购额达到1.1万亿美元，创历史纪录，其中美国并购额是4390亿美元。3月，失业率降至4.4%，为6年来最低水平。个人收入上升，但家庭住房市场继续下滑。3月，成屋销售减少8.4%，创1989年以来最大单月降幅。4月，新建房屋许可降至近10年最低水平。生产、制造和服务业增长乏力。第一季度美国经济年化增长率仅为1.3%，为4年来最低水平。

美联储在2007年3月5日发布报告称，流动性不存在供给短缺，但之前的利率变化为新的金融危机提供了基础条件。住宅销售和新房建设都显著减少，由于存量房过多，家庭住宅市场供过于求。托尔兄弟业务下滑至40年来的最低水平，不得不继续压缩建设项目。第一季度托尔兄弟收入下降19%，订单减少24%。

2007年3月21日，美联储会议决定保持联邦基金利率不变。伯南克因过分关注通货膨胀预期而受到越来越多的指责。美联储对这些指责不以为然，认为基于通货膨胀预期，也许未来几个月内还会加息。美联储官员在4月再次警示通货膨胀风险。2007年3月，对经济学家的抽样调查结果一致显示，尽管存在次级贷款相关问题，并不会造成经济衰退。3月的另一项研究预测指出，因为可调整利率抵押贷款利率的重置，未来几年将会有110万套抵押住

房丧失赎回权，但不会对整体经济造成损害。

第二季度

2007 年 4 月 4 日，道琼斯工业平均指数创下新纪录，并在 2007 年 4 月 26 日首次超过 13000 点。但坏消息也不断传出。同比店面（营业时间超过一年）销售下降。沃尔玛同比店面销售额创下历史最大降幅。消费者支出也在下降。因为折扣较大，新房销售在 2007 年 4 月有所增加，但成屋销售下降，房屋库存量达到 14 年来最高水平。KB 房产公司第二季度报告了 1.487 亿美元亏损。

投机房产的套利者发现他们不再像住房市场泡沫膨胀期那样，能够轻易转手并确保收益。在地产繁荣时期最热点市场之一的佛罗里达州那不勒斯，投机者希望通过在当地酒店举行的拍卖会售出房产，但并不成功。佛罗里达柯里尔县（包括那不勒斯和它的周边地区）止赎房产数量创历史新高。2007 年第二季度初，附近的麦尔兹堡/开普科勒尔为该县止赎房产比率最高的地区，达到 24.1%。纽约地区次级贷款止赎房产比例达到 11.6%。美国止赎房产数量超高的另一个地区是加利福尼亚州的斯托克顿市，那里每 75 座房屋中就有 1 个止赎。

利率上升时，房主们发现他们无法正常还款，“亏”售（止赎房产的售价低于抵押贷款还款余额）变得非常普遍。这种下行趋势迅速扩展到公寓市场及套利者预期升值而买入的私有住宅市场。许多购买预售房的套利者与开发商协商，希望修改原来的价格，因为当时的合同价格远高于目前市场售价。

2007 年 5 月，有超过 30 个评级甚高的次贷发行机构遭到穆迪降级，接下来的 6 月又有 131 个机构遭到降级。人们开始关注为何这些高评级证券如此快地遭到降级、原有评级是否公正。不论答案如何，这还仅仅是次级贷款相关证券大量降级的开始。

ACC 资本控股公司，加利福尼亚创建的最大次级贷款发放机构之一，陷入困境，面临破产。ACCH 创立者罗兰·阿尔诺在乔治·布什任期被派任荷兰大使。他和家人在第二次世界大战期间躲过大屠杀，移民美国，刚开始时他在街上卖花。阿尔诺 1979 年创建长滩储蓄及贷款银行（Long Beach Savings

& Loan），20 世纪 90 年代开始向华尔街投资银行出售次级贷款，华尔街投资银行将这些次级贷款证券化。长滩储蓄及贷款银行在 1994 年放弃储贷特许，成为私营抵押贷款放款机构。

1997 年，长滩储蓄及贷款银行拆分为两部分：由 ACC 资本控股公司拥有的私营公司——美国抵押贷款公司（Ameriquest Mortgage Company）和附属上市公司——长滩抵押贷款公司（Long Beach Mortgage Company）。后者在 1999 年被华盛顿互助银行收购，并成为华盛顿互助银行开展次级贷款业务的根基。ACCH 除了拥有美国抵押贷款公司之外，还拥有阿金特抵押贷款公司（Argent Mortgage），该公司也是美国最大的抵押贷款发放机构之一。美国抵押贷款公司利用电视广告在全国范围内拓展业务，其标志性口号是“骄傲的美国梦实现者”。与安然公司一样，美国抵押贷款公司拥有以公司名字命名的棒球体育馆——得克萨斯骑兵体育馆，并曾经在 2005 年美国橄榄球超级杯大赛中负责举办中场表演。这家公司也曾经为了结掠夺性放款指控支付了 3.25 亿美元，变得声名狼藉。

美国抵押贷款公司是最先受到次级贷款市场下行影响的次贷发放机构。2006 年 5 月该公司宣布，因为房地产销售下降及利率上涨，将缩减 3800 个工作岗位、关闭 229 个分支机构。2007 年 9 月 10 日，美国抵押贷款公司放款业务彻底停摆。花旗集团购买了 ACCH 剩余的资产并将相关业务部门改名为花旗住房贷款公司（Citi Residential Lending），遗憾的是因为巨额亏损，该公司仅仅运行了几个月。

2007 年 5 月 9 日的美联储会议决定仍然保持 5.25% 的利率不变，并再次表达了对通货膨胀的关注。美联储官员似乎自动忽略利率上升对住房市场的影响，抑或是被其他喜人的数据遮蔽了双眼。尽管房屋市场在下滑，但消费者信心在上升。5 月新增加的工作岗位数较上个月增加 1 倍。来自住房市场的信息仍然不容乐观，房屋开工率比一年前下降 24.2%。与 4 月相比，5 月待售房屋增加 5%，新房销售下降 1.6%。房屋价格在第二季度再度下降。接下来的一个月，情况并没有好转。2007 年 6 月新房上市量增加，同时成屋销售下降 3.8%。

2007 年第二季度经济年化增长率为 4%，美联储发表意见称，经济增长

实力比表面呈现的更为强劲。2007 年 6 月 5 日伯南克发表担忧通货膨胀的言论后，股票市场下跌。伯南克警告称，次贷市场出现的问题不太可能对经济及金融体系造成大范围影响。2007 年 6 月失业率依然处于 4.5% 的低水平，商品零售增加。2007 年 6 月 28 日，美联储会议决定维持利率不变，看来近期不可能降息。2007 年 6 月，5 年期国库券收益率达 5 年来最高水平。

部分投资银行第二季度业绩斐然。摩根大通净收入上升 20%，美洲银行净收入上升 5.2%，花旗集团净收入上升 18%，摩根士丹利第二季度利润增长 40%。瑞士联合银行因巨额亏损警告而进行管理层重组。因地美收入减少 51%。尽管经济学家预测房地产市场的下滑至少持续到该年年底，但因地美仍旧乐观地新增 600 名雇员以强化抵押贷款业务。

尽管房地美第二季度亏损 2.11 亿美元，但房利美和房地美还是宣布将推出新的计划，帮助那些拖欠还款的次级贷款者避免房产止赎。这些政府支持企业全然不顾席卷而来的风暴，宣布将会购买数十亿美元的优先级贷款以支持抵押贷款市场。

负责房利美和房地美安全及正常运营的联邦住房企业监管办公室（OFHEO）局长杰姆·洛克哈特三世在 2007 年 6 月 30 日将这两家公司归入资本充足企业。但 OFHEO 报告指出，房利美和房地美仍然缺乏风险控制，安全及良好运营方面的问题依旧没有解决。房利美仍然没有上报公司财务报告，他们要经过艰苦卓绝的努力才有可能及时上报财务报告。尽管 OFHEO 的监管看起来并不强硬，但房地美总裁尤金·麦格还是认为监管过于繁复而拒绝在政府支持企业担任 CEO。

其他的监管机构似乎开始清醒并意识到次贷市场也许会走向崩溃，纷纷颁布指导意见来强调次级贷款发放标准。美国储蓄机构管理局（Office of Thrift Supervision）也试图限制掠夺性放贷。

贝尔斯登——斗争的开始

贝尔斯登曾经是华尔街的标志，因巨额交易和投资银行业务活动闻名于世。约瑟夫·贝尔、罗伯特·斯登、哈曼德·梅尔在 1923 年以合伙方式创立

该公司。贝尔斯登最初在证券领域开展业务，但不久就扩展至政府债券。公司兴盛于20世纪20年代并在没有减少任何雇员的条件下成功渡过大萧条时期。他们渡过劫难的秘诀就是向那些现金充裕而又没有安全投资渠道的银行销售“罗斯福新政”政府债券。

1933年，贝尔斯登聘请萨利姆·刘易斯主导公司的机构债券业务。刘易斯5年后成为合伙人并在20世纪50年代成为公司的领导人。他强硬的工作方式影响了公司文化的构建，公司倡导高竞争性的“PSDs”文化，即让贫穷(poor)、睿智(smart)并且有野心(desire)的交易员变得富有。另一个名叫艾伦C. 格林伯格的强有力的领导者也加入公司，并在1978年成为贝尔斯登的董事会主席。格林伯格以普通职员起步，完全融入贝尔斯登企业文化，以硬朗的交易风格著称。在格林伯格的带领下，贝尔斯登迅速发展并将业务范围扩展到投资银行的各个方面，公司于1985年上市。

詹姆斯·凯恩在1993年接替格林伯格成为首席执行官，格林伯格继续担任董事会主席至2001年。他们领导公司，历经磨难，也经受过与小型经纪商清算业务相关丑闻的洗礼。公司有个叫巴伦的零售经纪业务客户，因欺诈客户7500万美元，1996年宣布破产。随着时间的推移，法院规定像贝尔斯登这样的清算公司不再因介绍为其提供清算服务的经纪商（如巴伦）而为经纪商的欺诈担责，但政府指控贝尔斯登曾经收到大量有关巴伦欺诈行为的信号却无所作为，贝尔斯登同意向证券交易委员会和司法部支付4200万美元，了结与巴伦清算业务相关的指控。

在另一项案件中，贝尔斯登通过向法庭提起诉讼而避免了1.64亿美元的索赔，该索赔案由财大气粗的外汇交易商亨利·克维亚特科夫斯基发起。他一直通过贝尔斯登的账户进行交易，1994—1995年的获利超过2亿美元，但接下来一连串的交易导致其净损失达2.15亿美元。克维亚特科夫斯基认为贝尔斯登的投资建议有不当之处，但上诉法院裁定指出，他作为老练的交易商，应当对自己的交易决策负责。[①]

① *De Kwiatkowske v. Bear Stearns & Co.*, 306 F. 3d 1293 (2nd Cir. 2002).

21世纪初市场开始下滑后，贝尔斯登解雇了7%的员工。芝加哥第一银行（Bank One）CEO杰姆·迪恩曾试图以优惠的条件收购贝尔斯登，但遭到了拒绝。贝尔斯登正在寻求新的商业机会，并成为大型优级经纪业务机构，为对冲基金提供资金融通，为卖空交易提供股票、代理监管并为其提供交易清算服务。

贝尔斯登是次级贷款市场的早期参与机构。20世纪90年代，贝尔斯登创立EMC抵押贷款公司，打理公司的次级贷款放款业务。最初，该企业从清债信托公司（Resolution Trust Corporration）购买抵押贷款。清债信托公司是政府企业，廉价出售80年代在市场危机后破产的储贷协会（S&L）的资产。在90年代中期，随着原有的业务量减少，EMC抵押贷款公司转战次级贷款市场，最初通过贷款经纪机构发起贷款，后来开始从其他非银行次级贷款发起者那里购买次级抵押贷款。

贝尔斯登是市场上的积极分子。2008年贝尔斯登和EMC抵押贷款公司同意向联邦贸易委员会（Federal Trade Commission，FTC）支付2800万美元，了结其非法向消费者提供住房抵押贷款服务的指控。EMC抵押贷款公司还被指控捏造借款数额，非法收取延迟费、财产核查费和贷款修改费等费用，从事不正当托收业务。

EMC抵押贷款公司渡过了1998—1999年次贷危机第一次冲击的艰难时期。贝尔斯登不仅仍活跃在市场上，并且通过次级贷款证券化业务显著提升了其市场地位。贝尔斯登收购了另外一家次级贷款发放机构——安康信用（Encore Credit），这项投资出人意料，因为安康信用出售给贝尔斯登的抵押贷款质量低劣，大部分被退回了。据报告，贝尔斯登抵押贷款业务2006年全线胜利，给公司带来巨额利润。2006年第一季度公司利润增长36%，并在第二季度史无前例地实现利润5.39亿美元，年利润总额环比增加38%。这一乐观局面随着次贷危机的爆发而结束。

2007年第一季度贝尔斯登报告显示其收入增长8%，但提示了次贷敞口损失对收入的影响。2007年6月，贝尔斯登的两只投资于次级贷款的对冲基金出现严重问题，其中一只对冲基金通过在短期回购市场上借入资金去购买

高评级长期担保债务凭证（CDOs），从收益率利差中赚取利润。这只基金连续40个月盈利，第二只基金以类似策略创立。

其他对冲基金指责贝尔斯登操控次级贷款市场后，问题浮出水面。这之后，两只基金的净值迅速减少23%。贝尔斯登对冲基金出现流动性问题，试图出售价值40亿美元的抵押贷款支持工具。这些销售行为佐证了贝尔斯登操纵市场以提高这些工具价值的指控。意识到贝尔斯登对冲基金可能违约的美林将贝尔斯登8.5亿美元的资产（次级抵押贷款）据为己有，这些资产作为信用责任抵押品而为美林持有。为了阻止对冲基金资产的恶化趋势，贝尔斯登在2007年6月22日借给对冲基金32亿美元，但对冲基金的价值一路下跌直至分文不值。

2007年7月17日，贝尔斯登报告称其对冲基金出现巨额亏损。贝尔斯登高级结构信贷基金（High - Grade Structure Credit Fund）的价值降低90%以上，贝尔斯登高级结构信贷增强型杠杆基金（High - Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund）几乎赔光了全部投资者资金。贝尔斯登解雇了货币管理部门负责人里查德·马林。对冲基金资产根本不具有流动性。贝尔斯登试图通过摩根大通拍卖抵押贷款相关资产，但因缺少买家而取消。贝尔斯登的次优级（仅高于次级）抵押贷款违约率（违约超过60天）高达15%，而当时整个行业的平均违约率仅为8.4%（尽管也很高）。这种对比说明贝尔斯登严重缺乏质量控制。

司法部起诉了贝尔斯登的两个对冲基金经理——马修·丹宁和拉尔夫·乔菲，指控他们向投资者虚报对冲基金的个人投资，以提升投资者信心。乔菲并没有知会投资者，他已经将投资于对冲基金的600万美元个人资金中的200万美元转移出去。为此，乔菲被指控进行内部交易。为了阻止投资者撤资，乔菲声称他自己在基金中投资800万美元。起诉还进一步指控这两名经理曾告知投资者，基金投资于低风险高级债务证券，主要是AAA级及AA级次级抵押贷款证券和其他抵押贷款。他们还告知投资者，其投资风险仅稍高于货币市场基金，会带来中等、安全且稳定的收益。实际上，其投资产品在次贷危机爆发前一直具有高等级评级，其中一只基金在2003年至2007年初

获得了约 47% 的收益，基金使用大量杠杆并投资于一些新奇产品以获得高额收益。

政府指控对冲基金的管理人告知投资者，说他们对投资业绩非常满意，而在 4 天前，他们还在讨论两只互助基金投资状况恶化。在一封电子邮件中，乔菲写道，当时的状况或者是走向崩溃，或者是难得一遇的购买机会，但他倾向于前一个场景。他还断言次贷市场看起来“相当黑暗、丑陋”。在另外一封电子邮件中，丹宁称次贷市场是“烤面包”，这两人讨论的邮件引起了监管者的注意，他们认为丹宁是错误的。最后，政府起诉失败，因为 2009 年 11 月陪审团认为两人无罪。对政府来说，这是一次很尴尬的退步，政府一直威胁要大范围起诉造成巨额损失的次级投资组合及投资工具的管理人员。

贝尔斯登的董事会主席和首席执行官詹姆斯·凯恩试图让华尔街相信这些问题并没有损害公司的生存能力，他指出贝尔斯登有 114 亿美元的现金资产并有强大的、能提供长期借贷的信贷供给。但贝尔斯登的股票在 2007 年 8 月跌至 12 个月以来的最低水平：每股 106.55 美元。凯恩的法定继承人、贝尔斯登股票及债券交易部负责人斯佩克特被解雇，进一步打击了公司的信心。对冲基金就是在斯佩克特的手下走向失败的，但他却得到了 2300 万美元的解职补偿金。

贝尔斯登作为抵押贷款与其他相关产品的承销商和交易商，在市场上具有相当大的实力，因此次贷危机对其业务有重大影响，其亏损继续攀升，第三季度亏损 8.54 亿美元，这是该公司 84 年历史中最大的季度亏损。贝尔斯登优级贷款经纪业务也出现了亏损，由于担心公司的稳定性，公司寻求争取外部投资者以增加资本。公司命悬一线，贝尔斯登的失败无疑将撼动华尔街的核心。

信用紧缩和私募股权

私募股权市场上的第一个裂缝在 2007 年 6 月开始出现，当时科尔伯格—克拉维斯公司（Kohlberg Kravis & Roberts，以下简称 KKR 公司）在杠杆贷款市场上筹资时遭遇困难。私募股权交易一般在周一公布，习惯上称为“周一

并购”。但在2007年6月25日这个周一，仅公布了7项私募股权并购，此前一周是43项，6月4日是84项。美洲银行首席执行官肯尼斯·刘易斯公开宣布，公司可能会放弃之前融资的私募股权交易，某种程度上这是个不好的前兆。他的表态预示着美国历史上最严重的信用恶化。

此前的最近一次严重的信用紧缩发生在1989—1992年，当时受影响最大的是商业房地产放款，然后扩展到商业贷款。2007年年中开始的信用紧缩首先影响到私募公司，但迅速扩展到中等规模企业甚至是小型企业。2007年房地产市场不断扩展的危机促使银行收紧信贷、压缩信贷放款，并造成了对私募股权和其他商业领域的信用紧缩。

伴随着信用紧缩，私募股权并购的狂欢在2007年7月达到顶点。对私募公司发放的杠杆贷款成为此次信贷紧缩的最早牺牲品。过去动辄发放数十亿美元银团贷款的银行现在大多停止了放款，因为它们担心亏损也许会通过信贷市场进行扩散。私募股权交易因为信贷进一步紧缩而在2007年8月最终停止。

汤姆森学习出版集团（Thomson Learning）以77.5亿美元的价格出售给安佰深私募股权投资集团（Apax Partners）和安大略省雇员养老基金，但是面对利率上升和市场需求减弱，安佰深私募股权投资集团不得不缩减为这项收购安排的债券发行。他们也被迫取消在KKR公司接管纳贝斯克公司（RJR Nabisco）中所使用的“实物支付”条款，即可以用现金或者债券支付利息。

信用紧缩带来的另一个后果是扰乱了之前达成的并购协议的履行。瑟伯罗斯资本管理公司（Cerberus Capital Management）放弃接管联合租赁公司（United Rentals），后者从事设备租赁业务，原定接管交易额为66亿美元，后来针对瑟伯罗斯资本管理公司没能完成交易的指控也被取消了。瑟伯罗斯资本管理公司对克莱斯勒和（通用汽车金融公司）的投资也遭受了巨额损失。2007年投资于克莱斯勒的74亿美元到2008年底仅价值14亿美元。

另外，KKR公司和高盛集团退出以80亿美元收购哈曼国际集团（Harman Internatinal）的交易，因为哈曼国际集团业务状况不断恶化，这一市场上的重大不利变化触发了购买协议中的退出条款。以前华尔街对退出交易并无

特殊规定，但信用紧缩使情况发生了改变。退出交易除了需缴纳取消费 2. 25 亿美元外，还涉及其他支出，总计 4 亿美元。

托马斯·李合伙公司（Thomas H. Partnar）和贝恩资本退出以 190 亿美元收购高清频道通信公司（Clear Channel Communication）的交易，因为包括花旗银行、德意志银行和美联银行等 6 家银行在内的财团食言，取消向两个私营公司提供 200 亿美元融资。一封错发的电子邮件显示，随着信贷紧缩加剧，这些银行制订相应计划，逃避原来的承诺。按照规定，这些银行将面临 26. 5 亿美元损失，这还是按照当时市场指标打了折扣后的数值。2008 年 5 月，各方达成协议，同意在 7 月完成并购。

托马斯·李合伙公司管理的两只产权投资基金在 2008 年前 11 个月损失 40%。这家公司成立于 1974 年，并因 1992 年的一起并购为公众所知。当时它以 1. 35 亿美元购买了斯纳普果汁公司（Snapple Juice Company），两年后以 17 亿美元的价格将其卖给桂格燕麦（Quaker Oats）。在另一项交易中，1997 年托马斯·李合伙公司与贝恩资本以 10. 1 亿美元购买天合汽车集团（TRW）信息系统，并在几周后以 17 亿美元的价格卖出。这些美好的时光一去不复返。托马斯·李合伙公司将 5 亿美元投资于大型商品经纪公司瑞富集团，瑞富集团 2005 年首次公开发行后不久即破产，托马斯·李合伙公司损失惨重。原来，瑞富集团在资产负债表中隐瞒了巨额亏损，因此破产。托马斯·李在 2006 年放弃以他的名字命名的公司，重新创建李股权合伙伙伴（Lee Equity Partners），原计划 2006 年公开发售首只对冲基金，但因市场动荡，被迫放弃。

2007 年，还有一些私募公司也取消了已达成的并购协议，其中 SLM 公司的退出费达 9 亿美元。取消并购的主要原因是雷曼兄弟控股公司、摩根大通等商业银行和投资银行取消融资协议。弗劳尔斯公司救助大型次级贷款发放机构华盛顿互助银行失败，损失约 13. 5 亿美元。当德国海波不动产控股银行面临破产时，弗劳尔斯公司投资的 17 亿美元也将遭受损失。好在德国政府提供了 680 亿美元援助资金，使之免于破产。

家得宝公司几个月前已经达成协议，将供应业务出售给私募投资机构，为了促使交易尽快完成，自愿在原来协议价的基础上再降价 18%。佩恩国民

博彩（Penn National Gaming）2008 年 7 月宣布被迫取消意向价格为 61 亿美元的出售协议，原计划中的购买方为两个私募产权公司：城堡投资集团（Fortess Investment Group）和中桥投资合伙公司（Centerbridge Partners）。结果，佩恩国民博彩获得 2.25 亿美元终止协议补偿金及 12.5 亿美元的小股东投资。此前，私募股权不甚情愿做小型产权投资，更偏重公司整体杠杆收购（LBO）。TPG 公司的大卫·邦德曼以前拒绝小型股权投资，现在觉得这也不失为一种好方法。

黑石集团和通用电子从此前达成的 PHH 收购中退出。因为信贷紧缩，黑石集团无法获得并购所需的 17 亿美元融资。联盟数据系统公司（Alliance Data Systems）起诉黑石集团，因为黑石集团放弃以 64 亿美元对前者的收购。这是联盟数据系统公司提起的第二起类似指控。一些银行合力促成一项私募股权公司对加拿大电子通讯公司 BCE 的收购。这项并购在 2007 年 6 月宣布，当时私募产权交易风生水起，并购也通过了 BCE 股东批准。这一作价 520 亿美元的交易将是世界上最大的杠杆收购。购买方包括安大略省教师退休基金会（Ontario Teachers' Pension Plan）及其下属机构、麦迪逊迪尔伯恩合伙公司（Madison Dearborn Partners）和美林全球私募股权公司。最后，这项收购因 BCE 审计机构无法提供完成并购必需的业务偿付意见书而宣告流产。

两家私募股权集团阿波罗管理集团（Apollo Management）和得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group）计划以 200 亿美元并购哈拉斯娱乐公司（Harrah's Entertainment），但德意志银行和美洲银行无法按计划联合提供 140 亿美元贷款融资，从而对杠杆贷款市场产生了不利影响。阿波罗管理集团起诉亨兹曼集团（Huntsman Corporation），希望退出之前达成的以 65 亿美元收购该集团并承担 41 亿美元债务的交易。阿波罗管理集团认为亨兹曼集团的财务状况严重恶化，完成并购只会使两家公司都面临破产。双方最后同意终止协议，停止交易补偿费为 10 亿美元，其中 6.75 亿美元由阿波罗管理集团支付，剩余部分由原定提供融资的银行支付，同时允许阿波罗管理集团收回部分已付款。

亨兹曼集团起诉瑞士信贷银行和德意志银行，指控它们影响并购协议执

行，对中断交易负有一定责任，同时要求46.5亿美元补偿。2009年6月，此案于得克萨斯开庭，但在最后判决形成前达成庭外和解。两家银行同意补偿亨兹曼集团6.32亿美元并提供11亿美元融资。同时，阿波罗管理集团宣布通过纽约证券交易所进行公开发行，但公司麻烦不断。阿波罗管理集团投资于雷宁家饰公司（Linens'n Thing）的3.65亿美元化为乌有，雷宁家饰公司破产。阿波罗管理集团在克莱瑞斯（Claire's）和大型地产经纪公司的投资也遭受了损失。

次贷危机前，阿波罗管理集团在扣除成本后，年均回报率为27%，超过黑石集团19%以及KKR公司20%的历史最佳纪录。阿波罗管理集团由利昂·布莱克领导，他是伊莱姆·布莱克的儿子。1975年伊莱姆·布莱克从美国纽约原来的泛美航空大厦（现为美国大都会人寿保险公司大楼）的44层跳楼自杀，当时证券交易委员会正在调查他的公司联合品牌（United Brands）向中美洲外国政府官员支付报酬一事，他为此一筹莫展。利昂·布莱克从德崇证券（Drexel Burnham Lambert）开始他的华尔街生涯，负责收购及并购部门。德崇证券破产后，1990年小布莱克加入阿波罗管理集团。投资人雷内·蒂埃里·维希（Rene Thierry Magon de la Villehuchet）在担任法国里昂信贷银行高级管理人员时，曾协助融资以创办阿波罗管理集团，2008年他在阿塞斯国际咨询集团（Access International Advisor）的客户资产因伯纳·麦道夫庞氏骗局遭受巨额损失，他为此自杀。

尽管信贷紧缩，但直到2007年第四季度，KKR公司一直雄心勃勃地继续它的并购计划，2007年9月计划交易额达4000亿美元。但是，因为信贷紧缩，第四季度它被迫与银行重新协商贷款条件，以完成第一数据公司（First Data Corp.）260亿美元的并购。

第三季度的问题

2007年7月18日，伯南克毫无理由地宣布，通胀仍旧是美联储的关注焦点。他断言在解除通胀关注前，必然会出现失业率上升，过高的产能利用率必然下降。伯南克预计2007年下半年美国经济将温和推进，2008年实现增

长。意识到抵押贷款风险不断增加后，放款机构开始缩减放贷数量并提高利率。2007年上半年与2006年同期相比，止赎房产增加了58%。2007年7月，13%的次级抵押贷款房屋已经或接近止赎。2007年7月住房库存又一次增加，次级抵押贷款市场上的问题已经被报纸称为“危机”，而财政部长鲍尔森通过媒体发声，称形势在控制范围之内。

由于人们担心加息及公司收入减少，股票市场在2007年7月26日大幅下挫。到7月底，道琼斯指数虽然高于年平均水平8%，但市场表现出更多的波动性。道琼斯指数在2007年7月13日上涨到13907.52点，但随着原油价格升至每桶73.93美元，该指数几天后又开始下降。随着油价火箭式上升，轻型汽车的销量下跌。在股票回购的推动下，2007年7月19日道琼斯指数跨过了14000点，但是在7月27日那一周出现了市场出清。

2007年8月16日，鲍尔森发表讲话以稳定市场，估计那些话事后还会萦绕在他脑海中挥之不去。他轻松地表示，尽管信贷市场问题减缓了美国经济增长，但不会出现衰退。鲍尔森在一次谈话中鲁莽地警告说，联邦政府不会对借款者或放款者的损失提供保护。形势已非常严峻，其影响已经渗入到政府机构，美联储终于表示关注金融市场的波动性及其对经济的影响。2007年8月18日美联储将银行间贴现率降低25个基点，降低后为5.75%。但美联储拒绝在更大范围内降息，调低联邦基金利率与银行间贴现率基本上没有对信用市场产生影响。

投资者抛售证券推低了国库券收益率。2007年8月21日，国库券收益率创下近19年最大跌幅，这也意味着安全投资的转移。2007年8月，美联储也发现银行的信用扩张显著收缩。事实上，因为信用收缩，私募股权市场开始混乱，2007年6月22日到2007年8月1日，有46起并购停止，涉及600亿美元信用发放。然而，伯南克发表意见说尽管信用紧缩和次贷问题会损害经济，但美联储的主要关注点依旧是通胀。

托尔兄弟宣布第三季度收入下降85%。大型房地产投资信托公司美国住房抵押贷款投资公司（其主要业务是投资于抵押贷款支持证券）在8月停止运营并申请破产。住宅地产投资信托公司Impac于2007年8月停止对次优级

抵押贷款（在信贷质量上仅高于次级贷款）提供融资。第一资本（Capital One）关闭了在纽约绿点区（Green point）的抵押贷款部门并偿付8.6亿美元罚金。雷曼兄弟关闭了位于加利福尼亚欧文的BNC抵押贷款部门。汇丰控股停止了在美国的次级贷款发放业务，不过直至2009年彻底关闭之前，汇丰控股通过其收购的家庭及权益公司（Household and Beneficial）继续从事消费者融资业务。位于圣地亚哥的次级贷款机构增值家庭贷款控股公司（Accredited Home Lenders Holdings）宣布停止次级抵押贷款发放业务并解雇了大部分员工。

加拿大帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce，CIBC）解雇了两名负责近100亿美元次级贷款敞口的高管。CIBC核销20亿美元以弥补在美国发放次级抵押贷款的损失。对违约债务人来讲，这个企业并不陌生。它曾为安然在破产前的可疑交易提供融资，而且曾支付20亿美元了结安然股东集体诉讼索赔。法国大型银行法国巴黎银行（BNP Paribas）在2007年8月9日冻结了3只对冲基金的资产，因为银行不能对与次级贷款相关的投资进行“公平定价”。两周之内，对冲基金的资产价值下降了20%。在这之前，对冲基金的资产价值大约是26亿美元。德国工业银行（IKB Deutsche Industriebank）主要由于在美国次贷市场上投资亏损，不得不接受德国金融监管机构和其他德国银行的救助，救助总额达47亿美元，另外还有150亿美元的备用便利到位以稳定银行。

商业票据市场也处在波动之中，伯南克逐渐意识到严重流动性危机的预警信号。美联储在2007年8月9日向货币市场注入240亿美元现金。8月17日美联储发表声明，鼓励各家银行更多地使用美联储的贴现窗口。过去那些借款便利只用于弥补隔夜或短期现金的不足而并不是作为融资来源，但现在可以起到这样的作用。欧洲中央银行（ECB）也对欧洲加剧的信用紧缩作出响应，8月10~11日向金融市场注入2100亿美元以增加流动性。

美国的新房建设降至10年来最低水平。成屋销售8月减少4.3%，新房销售下降8.3%，房屋库存达到18年来最高水平。止赎房产和违约不断增加。参议院通过法案，允许联邦住房管理局对借款人的再融资借款提供保险，这

些借款人主要是因为原来“有诱惑性的”低利率到期后利率重置，负担不起更高利率下的还款而出现违约。这项法案一直到2008年7月才签署成为法律。有些抵押贷款发放机构放宽了还款条件。2007年下半年，大约有37万笔次级贷款进行了调整。如果贷款证券化，贷款调整就会存在争议，因为贷款调整可能会给相关证券的投资者带来损失。

布洛克公司（H&R Block）面临巨额亏损，次级抵押贷款业务出售给第一期权（Option One）也出现了麻烦。公司总计承担2亿美元费用并解雇了630名员工，首席执行官马可·恩斯特（Mark A. Ernst）也被解雇，解职补偿金为255万美元及76万股股票期权。公司首席财务官威廉姆·特鲁贝克（William Trubeck）紧跟着恩斯特以90万美元补偿金离职。随后，因收购问题钢铁公司和汽车公司名噪一时的亿万美元投资商韦伯·罗斯（Wibur Ross）宣布，以11亿美元的价格收购布洛克公司抵押贷款业务。证券交易委员会前主席理查德·布里登（Richard Breeden）建议，由股东选举3名高管进入董事会。布里登反对由企业主导的监管倾向，反对美国当下减少金融服务监管的做法。他希望有持续的、更严格的监管，而不是时松时紧的监管。他的改革主张在珠宝店扎列（Zales）得到落实，他的对冲基金成了公司最大的股东并入主董事。加利福尼亚公共雇员退休基金（California Public Employees Retirement System，CalPERS）交给布里登5亿美元，进行“政治上正确”的投资。次贷危机期间，扎列开始走向没落，布里登因对扎列董事会隐瞒潜在收购方信息而受到批评。布里登“政治上正确”的投资策略的绩效远低于其他投资基金。布洛克公司麻烦不断，公司以485万美元了结了加利福尼亚州的指控。布洛克公司被指控实施欺骗促销手段，将退税说成“返利贷款”。不过，布洛克公司在2009年再次开始盈利。

8月，又有691个次级贷款发行机构遭到穆迪降级，金融服务公司的资产负债表压力陡增。华盛顿互助银行发出资产负债表不良贷款增加的警示，并宣布减少1000个工作岗位。花旗集团投资基金8月出售53亿美元资产，此举是银行陷入困境的另一标志。金融服务公司丧失了全部110亿美元信用额度。

证券交易委员会要求检查贝尔斯登、高盛和美林的账簿，看它们是否隐

瞒了次贷损失。尽管美林和贝尔斯登后来都面临破产，但当时证券交易委员会并没有发现问题。这次检查后不久，高盛就发现公司面临上市之后的首次重大危机。高盛向苦苦挣扎的、总资产为36亿美元的全球权益机会基金（Global Equity Opportunities，GEO）投资20亿美元，这只基金在2007年8月9日那一周减值30%。这只基金的投资者还包括AIG前负责人亨克·格林伯格、亿万地产大亨阿里·博得，他们共同投资10亿美元。高盛全球阿尔法对冲基金也在8月减值22.7%，创下基金的最差业绩。这两只高盛基金共计损失约47亿美元。

小麦价格也在飞涨，在8月7日达到创纪录的7.54美元/蒲式耳，但股票市场大幅下跌。金融公司股票遭到卖空者狙击，由于证券交易委员会规则的改变，这些卖空者不再只是在价格上升时才卖空。面对市场的躁动不安，布什总统2007年8月31日在玫瑰园发表讲话，希望平息公众对市场和经济状况的担心。他建议联邦住房管理局为止赎房主提供援助，同时还表达了对抵押贷款问题的关注，主要是诱惑性优惠利率重置后引发了“还款危机”。但鲍尔森继续发表言论说美国应该可以避免衰退。

美联储认为，抵押贷款市场上最严峻的时刻已经过去了。伯南克试图重树金融机构的信心，他在8月末表示，美联储将会在必要的时候采取行动以保护信贷市场。由于降息预期，信贷市场得以恢复平静。美联储对房屋市场的看法不甚乐观，认为收紧的信贷标准和较高的利率给市场重整带来了不确定性，而且房屋市场的下行会在更大范围内威胁到整体经济。同一时间，穆迪下调了149种次贷投资工具的信用等级。2007年9月，国际清算银行预测，抵押贷款市场的混乱正在平复，可以期待近期恢复常态。但此预期一出，市场马上出清。欧洲中央银行2007年9月12日向欧洲货币市场注资1040亿美元。

布什政府希望授予房利美和房地美更多的权利，以便于在抵押贷款陷入危机之时为其他机构提供更多支持。然而，这些政府支持企业不仅没有担当起援助的责任，似乎自己也身陷困境。房地美宣布第三季度亏损20亿美元，房地美为公平定价会计准则付出了代价，2007年第三季度报告净资产按公允价值定价减少81亿美元，而上年同期是增值3亿美元。房利美在第三季度亏

损 13.9 亿美元，衍生品合约减值 22.4 亿美元，还有构成当季亏损的 12 亿美元信用损失。

房利美也公布了当年前两个季度的会计报表，更新了财务报告。这些报告带来的消息不容乐观，公司公允价值资产在 2007 年前三个季度减少 87 亿美元。

公平定价会计准则

金融工具公平定价会计准则的实施使得迅速蔓延的次贷危机雪上加霜，这一准则由美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board，FASB）制定。

与公平定价会计准则相关的基本思想包含在财务会计准则 115 号（1993）宣言中。这一准则将金融资产划分为三个类别，分别是持有至到期的资产、以交易为目的持有的资产、可以出售的资产。每类资产的定价存在细微差异，持有至到期的资产按照分摊成本定价；以交易为目的持有的资产进行盯市定价，其未实现所得或亏损计入收入；可以出售的资产也进行盯市定价，但未实现所得或亏损不计入收入，股东权益计入收入。[①]

此概念在 FASB 的 157 号财务会计准则中进一步扩展，于 2006 年次贷市场达到顶峰时开始启用，并在 2007 年 11 月 15 日新财年开始、次贷危机全面显现时生效。157 号财务会计准则规定了公平定价的具体条件，但重点强调市场价格的应用。受负面市场条件影响时，按照这一准则定价的金融资产价值降低或者进行“核减”。FASB 在 2006 年 9 月 6 日宣布，禁止对价值不详的金融工具进行盯市定价。

许多次级贷款工具的交易并不活跃，因而难以定价，当止赎房产增加、抵押贷款支持证券降级时尤为如此。鉴于安然事件和其他案例估值过高，会计机构转而采用严苛的标准来过低估值次级贷款债券。对抵押贷款工具进行估值本来就存在困难，而且高估有可能招致起诉，这就使得这些证券的估值

① Peter Wallison, *Fair Value Accounting*.

往往远低于实际价格。这样的结果是进一步损害次贷证券化，造成更多的不确定性，从而定价更低，带来更多的不确定性，周而复始，形成层叠效应，最终破坏整体经济。

公平价值定价形成了与实际价值无关的资产核减的向下螺旋。正如美国企业研究所（American Enterprise Institute）的皮特·瓦力森在次贷危机期间所说的：

随着 2007 年中期次级抵押贷款资产损失不断攀升，放款机构要求更多的担保。如果持有这些次贷资产的公司不能提供额外的担保，它们就被迫出售资产。这些出售使抵押贷款支持证券（MBS）市场更不景气，同时也引发了公众对这些证券原有评级的质疑。对 MBS 评级的质疑又进一步引发了对其他资产支持证券（ABS）评级的质疑。市场上许多金融工具的复杂性，使得判断抵押贷款支持证券和资产支持证券的损失究竟来源于哪里也非常困难。因此，MBS 和 ABS 的交易实质上处于停滞状态并持续了大约 1 年的时间。同时，即使这些资产背后产品组合的现金流并没有出现严重问题，原有融资渠道的不断减少也迫使 ABS 持有者以超低价格或清算价格出售这些资产。随着越来越多的资产以超低价格或清算价格出售，资产价格进一步下降，这些下降又导致放款机构要求更多的担保，从而导致更多的超低价格或清算价格销售，以及按照盯市价格确定的更多的资产价值下降。向下的螺旋如此形成并仍在运行。①

要求放宽公平定价会计准则的努力最终演变成了正反双方的对垒战，一方是支持延续准则的企业改革派，另一方是期望停止实施准则的商业机构。财务会计准则委员会负责人罗伯特·赫斯特（Robert Hearst）2007 年 12 月认为，因为次贷危机，美国金融市场失去了公信力。他痛惜安然事件发生后仅仅 5 年，金融市场就发生了如此多的骚乱。其实，FASB 的公平定价会计准则在很大程度上是造成市场混乱的根由，赫斯特的这一言论似乎不合时宜。

① Peter Wallison, *Fair Value Accounting.*

美联储在利率方面的举措

在上一次加息并保持利率超过一年之后，2007 年 9 月 18 日美联储出人意料地大幅下调联邦基金利率 50 个基点，幅度比预期高出 1 倍。这是 4 年来美联储首次下调联邦基金利率，下调后利率降低到 4.75%。经济学家称之为“冲击疗法”，但利率下调对恢复信贷市场信心收效甚微。9 月，成屋销售下降 19%。

次贷危机带来的损失进一步攀升。伊派公司（Impac）是一家金融服务机构，专门从事非常规住宅贷款和多户住宅抵押贷款发放业务，同时也经营仓储式贷款发放业务。公司暂停了抵押贷款发放并停止分红。NovaStar 也推迟了分红，该公司总部位于密苏里州堪萨斯市，主要从事发起、投资次级抵押贷款并提供次级抵押贷款证券化业务。NovaStar 将抵押贷款业务以及相关的贷款资产作价 1.55 亿美元出售给撒克逊抵押贷款公司（Saxon Mortgage），停止新贷款发放，削减 1600 个工作岗位。

全国性的房屋建筑商贝哲房屋（Beazer Homes）总部位于佐治亚州亚特兰大市，业务遍及美国 40 多个地区。该公司报告其在 2007 年第三季度有 68% 的购房者取消了订单，取消数量比第二季度增加 36%，该公司优先票据（Senior Notes）违约。

通用汽车第三季度亏损 390 亿美元，此前公司 2007 年年度亏损额达 387 亿美元，已经创下汽车公司年度亏损之最。这一年丰田汽车销售超过通用汽车，通用汽车第一次失去了其保持 75 年的全球汽车销售冠军的位置。美国的汽车制造商们正在苦苦挣扎，随着金融危机的进一步加剧，它们将不得不寻求政府援助。

2007 年第三季度摩根大通收入增长，创下 33.7 亿美元的纪录，是当时唯一取得良好业绩的金融公司。对其他金融产业公司来说，从抵押贷款市场获得巨额收入的安逸时光已经过去。占全国住房抵押贷款 20% 份额的房地美，2007 年第三季度亏损 20 亿美元。抵押贷款资产组合损失达 120 亿美元之多。房地美减少一半分红以强化资本。2007 年 11 月，房地美又发行了 60 亿美元

优先股，投资者很快便追悔莫及。房利美第三季度亏损13.9亿美元，当时由其持有或担保的抵押贷款达27000亿美元。

华盛顿互助银行发布利润警告，宣布第三季度营业能力将下降70%。美洲银行收入下降32%，缩减3000个工作岗位。通用电子宣布，公司因抵押贷款相关投资损失3亿~4亿美元，并且将逐步退出次级贷款市场。通用电子同时也关闭了在加拿大的所有住房抵押贷款部门。由于次级贷款投资损失不断攀升，道富银行证券（State Street Securities）遭到投资者起诉，并且多个州的检察长开始对它进行调查。

伯南克在2007年10月8日宣布，住房市场的下行继续拖累整个经济的状态将会一直持续到2008年早期，但此时股票市场继续保持上升状态。道琼斯工业指数在2007年10月1日创下14087.55点的历史新高，但由于盈利报告不佳，2007年10月19日下降366点。美元对欧元贬值，创历史新低。2007年9月油价首次超过80美元/桶，并在2007年10月25日达到90美元/桶。

2007年10月，住房销售量创1999年以来最低值。抵押贷款支持证券发行量由2007年3月的380亿美元下降到当年10月的60亿美元。由于利率较低，11月房屋销售上涨0.4%，但远低于高峰时期的数量，环比下降20%。居民住房销售价格的中位数在2007年11月下降至210200美元，与上年相比下降3.3%。人们向佛罗里达、亚利桑那、内华达等阳光地带移民的速度放慢，佛罗里达2007年11月房屋销售与上年相比下降30%，销售价格中位数下降10%。

对20个城市的指数抽样调查显示，房屋价格从2006年10月到2007年10月下降6.1%。部分城市情况更糟。迈阿密房屋价格下降12.4%，底特律房屋价格下降11.2%。纽约房屋价格相对较稳，仅下降4.1%。洛杉矶的房屋价格下降8.8%。出人意料的是夏洛特、北卡罗来纳州、西雅图、华盛顿、波特兰、俄勒冈的房价都在上涨。另外一个窄口径指标显示，房屋价格在2007年10月下降6.7%，这是此指数第23个月显示住房价格放缓或下降。

日益增多的信号预示了即将到来的经济危机，美联储的某些委员持续关注通胀，不同意进一步下调利率。在伯南克的劝说下，2007年10月31日美

联储降息25个基点，联邦基金利率推低到4.5%。美联储警告说，由于对通胀的连续关注，这次降息应当是最后一次利率下调，美联储的某些委员认为通胀与住房市场危机不断攀升带来的经济衰退风险同样重要。这一预测根本不靠谱，利率下调基本上没有起到作用，市场进一步下探。

美联储对通胀的关注，现在回过头来看似乎不恰当，但在当时并不是完全错误的。原油价格火箭式上升，芝加哥商品交易所的商品价格达到有史以来最高值。大豆、玉米价格上涨至数十年最高水平。2007年11月，批发价格跳升至34年来最高值。柴油价格在2007年11月创下3.5美元/加仑的新纪录。

布什政府开始直面并试图提振市场。2007年10月，总统宣布组成“希望在眼前”联盟（Project Hope Now），由住房和城市发展部（HUD）、抵押贷款发放机构和贷款咨询机构共同负责。该联盟期望为偿还贷款存在困难的房主提供志愿性的帮助和咨询服务。短短几个月内，每天大约有4500名房主拨打“希望在眼前”联盟的热线电话，但房主抱怨其基本上得不到实际帮助。

次贷问题向国外传播

以北岩银行失败为例证，次贷危机传递到了国外。北岩银行是一家英国抵押贷款银行，破产后英国政府提供了紧急救助。北岩银行的危机开始于2007年9月，当时北岩银行向英格兰银行寻求应急性融资。因为信贷紧缩，市场处于冻结状态，北岩银行无法通过短期货币市场获得融资。北岩银行借入短期资金，同时发放证券化的长期抵押贷款。北岩银行的融资需求引发了公众对北岩银行流动性的担心，进而演变成银行储户挤提的恐慌，这是英国100多年来第一次发生银行挤提。2007年9月14日，在英国财政大臣阿里斯泰尔·达林（Alistair Darling）安排下，英国中央银行——英格兰银行宣布，将提供280亿美元资金给北岩银行以防止发生流动性危机。在英格兰银行宣布这项救助以停止挤提之前，客户已经从北岩银行提取存款20亿美元。

北岩银行同意将一部分抵押贷款资产出售给摩根大通，同时英国政府在2008年1月21日宣布，将对北岩银行发行的约580亿美元债券提供担保。这是北岩银行国有化的替代方案，也将替换英格兰银行给北岩银行的280亿美

元借款。但是，北岩银行保留私营体制失败，2008 年 2 月英国政府决定将北岩银行国有化。在此过程中，英国政府共提供 487 亿美元融资并担保超过 500 亿美元银行债务。有两名北岩银行高管被处以数十万美元罚款并禁止在银行业担任高级职务。

英格兰银行官员保尔·塔克（Paul Tucker）在 2007 年 12 月警告说："在这个恶性循环中，流动性紧缩，资产价格降低，资本资源受损，信贷供应减少，总需求放缓。这些因素之间相互发生作用。"[①]北岩银行破产后，英国政府考虑进一步加强抵押贷款市场监管，欧盟也重新审视监管结构以考虑是否需要更多的内部协调。

英国下议院财政委员会随后提交了一份报告，批评英国的金融监管机构金融服务管理局（Financial Service Authority，FSA）对北岩银行的监管不力。这份报告指责金融服务管理局没能配置充足的监管资源监督北岩银行，认为这个银行的"业务模式是如此明显地不合常规"[②]。财政委员会建议，当银行处于财务困境时，应当指派英格兰银行而不是金融服务监管局主导金融监管。这项建议显然是英国单一监管体制的回归，当初正是由于认为中央银行监管能力不足，才授权金融服务管理局履行英格兰银行的监管责任。

金融服务管理局的监管确实存在一些问题。2007 年约 20% 的并购案例发生之前都存在相关公司股票的不正常交易，这说明有内幕信息在起作用。北岩银行发生危机之后，金融服务管理局承诺施行更严格的监管。负责人赫克托·桑特（Hector Sants）认为，伦敦金融服务业监管友好轻松的氛围不再，他将会采取更加强有力的措施以保证行业内机构"惧怕"金融服务管理局。[③]

北岩银行救助行动之后，英国的问题日渐增多。曾在向安然提供融资中起到重要作用的问题银行巴克莱银行，由于次贷业务损失，2007 年 11 月核减资产 25.6 亿美元。这导致该银行管理层发生震动。银行联席总裁格兰特·科

---

① "Global Shares Hit by Bank Plan Doubt," *Financial Times* (London), December 14, 2007.

② Richard Fletcher, "Forking Out More to the Financial Regulator May Not Be Money Well Spent," *Daily Telegraph* (London), October 18, 2008.

③ Peter Thal Larsen, "Gloves to Come Off as FSA Ends 'Light Touch' Era," *Financial Times* (London), March 13, 2009.

瓦海姆（Grant Kvalheim）辞职，但银行的麻烦还在继续。苏格兰皇家银行宣布因信贷相关问题，2007 年亏损 58 亿美元。伦敦苏格兰银行 2007 年的次贷损失造成其资本不足。该银行与金融服务管理局达成一致，将在 2008 年初之前增加资本。

汇丰控股宣布，2007 年前三个季度因不良债务损失 74 亿美元。汇丰寻求新加坡主权财富基金——淡马锡控股注资。澳大利亚地产集团（Centro Properties）有 11 亿美元债务违约。此地产集团拥有大型购物中心，通过收购两家大型房地产投资信托公司，公司业务范围已扩展至美国。该地产集团计划通过在美国进行商业抵押贷款支持证券发行，为相关产权收购的短期债务提供再融资。但是，随着信贷紧缩和日益严重的次贷危机，市场已经关闭。雷曼兄弟遭到澳大利亚乡镇的指控，它们持有的、由雷曼兄弟经纪公司促销的债务支持证券（CDOs）价值损失达 84%。

挪威金融机构大地证券（Terra Securities）在 2007 年 11 月宣布破产。监管者强制公司破产，它们将来自花旗集团的次级债务工具出售给北极圈附近的 8 个小镇。这些小镇因这项投资遭受到了巨大的损失。

花旗集团的危机

主要是由于次级抵押贷款投资相关资产核减 59 亿美元，花旗集团第三季度收入下降 57%。花旗集团宣布有 800 亿美元资金支持次贷投资，希望借此减轻市场对公司持续生存能力的担心。然而，消息公布后，对花旗集团次贷工具敞口的持续担心还是使股价下跌 40%。事实上，花旗集团确实面临着破产危险，这在几个月前还完全令人难以置信。

花旗银行是美国名列前茅且规模最大的金融服务企业之一，起源于 1812 年革命战争中塞缪尔·奥斯古德（Samuel Osgood）上校建立的纽约城市银行。奥斯古德接管美国第一银行的纽约分行并将它重组为纽约城市银行。纽约城市银行向内部人员发放贷款，造成不良贷款并在 1814 年濒临破产。纽约城市银行在 1837 年的经济恐慌中几近破产，由约翰·雅各·阿斯特挽救而起死回生。1865 年这家银行将纽约经营特许更换为全国经营特许，从而成为国民城

市银行。1893 年国家城市银行已经成为纽约最大的银行，存款超过 1 亿美元。国家城市银行在 1897 年与第三国民银行合并后发展迅速。1919 年，国家城市银行成为美国第一家资产达到 10 亿美元的银行。

国家城市银行通过设立附属的国家城市公司开始进入证券行业，以此规避 1902 年货币监理署禁止国民银行从事证券发行等投行业务的规定。国家城市银行没有理会美国联邦总律师的观点，后者认为设立这样的下属机构是非法的。国家城市银行因为高压销售策略及其在 20 世纪 20 年代股票市场上升时采取的一些备受指责的拓展策略等声誉日下。

国家城市银行的负责人查理斯·米切尔后来成为整个银行的负责人，他反对美联储 1929 年冷却股票市场的措施。当年股票市场崩溃后，国会为消除商业银行从事投资银行业务的隐忧，1933 年通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》，禁止商业银行从事投资银行相关活动。

国家城市银行于 1955 年并购纽约第一国家银行，并把名字改为纽约第一国家城市银行。1962 年，银行的名称缩简为第一国家城市银行。为了扩展业务，并作为原有银行的母公司，1968 年第一国家城市银行创建了银行控股公司——第一国家公司。该控股公司在 1974 年更名为花旗公司，两年后花旗公司的子公司——第一国家城市银行更名为花旗银行。

20 世纪 80 年代，花旗公司带领美国银行，向拉美国家发放了大量贷款，其中很大部分成为不良贷款。花旗公司在财政部的帮助下，通过将拉美债务证券化或贷款重组方案，延期还款，渡过了那场危机。重组后的花旗公司在 1991 年遭遇困境，公司 1991 年第三季度亏损 8.85 亿美元，为此公司自 1813 年以来首次取消了季度分红。

纽约联邦储备银行在 1992 年将花旗银行归入特殊监管范围，花旗银行新贷款发放能力受到限制。为了筹集支撑公司业务的资本，花旗公司请求沙特王子瓦利德·本·塔拉勒（Al – Waleed bin Talal）投资。1991 年、1992 年两年间，沙特王子共投资约 4 亿美元，此期间花旗公司的筹资总额为 26 亿美元。花旗公司持有的地产也出现亏损。花旗公司本来决定在经济复苏前一直持有那些不良地产，但花旗公司在 1993 年不理智地出售了 60% 其持有的地

产。两年后，花旗公司继续持有的40%的地产已经恢复至原有的价值。

花旗公司1998年与旅行者集团（Travel Group）合并为花旗集团。这项大型并购与《格拉斯—斯蒂格尔法案》相悖，但第二年，随着《金融服务现代化法案》通过，《格拉斯—斯蒂格尔法案》废除，并购也顺利获批。并购之后的花旗集团成为世界上最大的金融服务公司，资产超过1万亿美元。花旗集团拥有100多个国家的2亿多个客户账户，它也是世界上最大的信用卡发行商。

合并后，花旗公司主席约翰·瑞德和旅行者集团主席桑德·威尔同意以联合首席执行官方式管理花旗集团。这种友好的氛围没有持续很久就演变成威尔和瑞德争夺花旗集团控制权的战争，最后威尔获胜。花旗集团因牵涉安然丑闻被查，威尔筹划退休。继任者显然会是杰米·戴蒙，但威尔和戴蒙因为威尔女儿升职问题吵翻，威尔任命长期担任公司律师的查理斯·普林斯继任。

普林斯在2003年成为花旗集团首席执行官，在威尔2006年退休后同时兼任董事会主席，另外两个律师被任命为花旗集团副主席。任命律师而不是银行家来领导花旗集团，似乎是应对斯皮策和监管机构严厉打击的手段，这使得公司把合规性置于真正的首要目标并置于更重要的地位，核心是拓展业务并保护公司免受经济下行的影响。不幸的是，次贷危机证明普林斯不是商业人才。事实上，他的领导理念几乎让花旗集团折戟。

花旗集团确实没有从安然失利中吸取教训，它似乎根本不理会监管机构的规则，规则禁止银行通过合并来拓展业务。事实上，正是这些受限制的行为推动花旗集团从事次级抵押贷款业务，并在内部建立起业务网络。2007年7月《金融时报》采访普利斯，问他是否担心日益严重的信用紧缩。普利斯发表意见说：“当音乐停下来的时候，流动性问题将变得复杂。但只要音乐没停，你就得站起来跳舞。我们仍然在跳舞。”当花旗集团宣布2007年第三季度业绩时，那些讨厌的访谈和评论萦绕在他的脑际。公司第三季度报告盈利23.8亿美元，比上年同期减少57%。收入减少的原因是60亿美元资产核减，其中13.5亿美元来自杠杆贷款业务，15.6亿美元来自次级贷款证券业务，

29.8 亿美元来自增加的消费者信用成本。花旗集团账目上有超过 400 亿美元的次级贷款敞口。

普林斯的难处不仅是资产核减的规模，公司发布报告时低估了资产核减的数量。第三季度资产核减数量高达 160 亿美元。花旗集团前主席约翰·瑞德公开表示了其对花旗集团惨状的幸灾乐祸。尽管花旗公司与旅行者集团的合并是在他的批准下完成的，但他却称之为“错误”。威尔回应说，花旗公司与旅行者集团合并是成功的案例，但在他离开后公司管理“差强人意”。公司管理层由威尔亲自设计，由普林斯操刀。

花旗集团公布次贷亏损之后，普林斯失去了威尔的信任，被迫辞职，但威尔承诺给普林斯数项特殊待遇，包括一部汽车、一个司机、一间办公室和 9400 万美元股票。普林斯就任 CEO 期间薪酬总额为 5300 万美元，退休后的养老金为每年 174 万美元。

高盛联合前负责人、财政部前部长罗伯特·罗宾（Robert Rubin）成为花旗集团过渡性的董事会主席，直至任职时间不长的花旗集团业务负责人维克拉姆·潘迪特（Vikram S. Pandit）正式接替普林斯。潘迪特曾是摩根士丹利高管，在菲利普·波赛尔（Philip Purcell）和约翰·麦克（John Mack）争夺公司内部控制权时被驱逐出公司。离开摩根士丹利后，潘迪特创建老街伙伴（Old Lane Parners）对冲基金。当花旗集团聘请潘迪特时，老街伙伴对冲基金被花旗集团以 8 亿美元的价格收购，按照潘迪特的份额，他拿到 1.65 亿美元。老街伙伴对冲基金的另外一名创建者约翰·海文斯（John Havens）受聘于潘迪特，负责花旗集团投资银行及另类投资业务。这在花旗集团并不多见。老街伙伴对冲基金不久就出现运行困难并在 2008 年 6 月关闭。

潘迪特上任后迅速解雇了原来在普林斯手下工作的几个高管，并安排自己的管理团队到位。为了提升次级抵押贷款市场业务水平，花旗银行宣布，计划由大型银行组成财团创立约 1000 亿美元资金池，以支持抵押贷款证券价格，避免按照公平定价会计准则的要求以极低的价格销售证券。摩根大通和美洲银行都加入了此项目，并命名为“超级流动性增级管道”（Master Liquidity Enhancement Conduit，MLEC）。

"超级流动性增级管道"得到了财政部长鲍尔森的支持，他希望这些证券能够有序地清偿。但这项计划最终没能落地执行，2007 年 12 月，因为缺少更多的银行参与而被迫取消。花旗集团和其他银行开始将不良资产移入资产负债表之内，使这些资产可以得到表内其他资产的支持，以便有序清偿。除花旗集团之外，汇丰控股、法国兴业银行和西德意志银行也采取类似的行动挽救结构性投资工具（SIVs），防止这些资产以超低价格在非流动市场出清。

花旗集团在房地产市场全盛时期创建了大量结构性投资工具，用长期次级债支持短期商业票据借入。但后来商业票据市场冻结，不再接受结构性融资信用工具。这使得花旗集团被套牢，因为花旗集团已经卖出基于 250 亿美元结构性融资工具的"流动性卖出期权"，投资者从而有权以票面价格将票据回售给花旗集团。

花旗集团最大的结构性投资工具都在开曼群岛注册，包括拥有 200 亿资产的森特瑞（Centauri）、贝达金融（Beta）、多拉达金融（Dorada）、菲伍金融（Five）、塞德娜金融（Sedna）、维特拉金融（Vetra）和泽拉金融（Zela）。花旗集团最初通过购买商业票据为结构性融资票据提供 76 亿美元资金。后来，它将 500 亿美元的结构性融资工具移入资产负债表内，但这一举措给花旗集团带来了不必要的资金压力。

花旗集团转向主权财富基金寻求帮助，阿布扎比投资局向花旗集团投资 75 亿美元，获得花旗集团 4.5% 的权益并每年享有 11% 的分成。中东大型投资者瓦利德·本·塔拉勒（Al – Waleed Bin talal）王子持有与阿布扎比同等规模的股份，他在花旗银行非常具有影响力。他是沙特国王阿普杜的侄子，净资产估计超过 200 亿美元。花旗集团也曾考虑出售部分资产，但是威尔力劝潘迪特不要放弃经他手整合而成的花旗集团的联合经营金融业务。

花旗集团在 2007 年第四季度报告亏损 98.3 亿美元，为其 196 年历史上最大的季度亏损，同时资产核减 181 亿美元。即使核减以后，花旗集团的账上也仍然有 373 亿美元债务抵押债券。2007 年，花旗集团净收入为 36.2 亿美元。

瑞士联合银行

瑞士联合银行是一家值得尊敬的瑞士金融机构，是全球领先的财富管理

机构、投资银行和证券公司，也是全球最大的资产管理机构之一，其历史可以追溯至1854年。1997年与瑞士银行公司合并后，瑞士联合银行成为全球第二大银行，其业务范围遍及全球50多个国家，雇员超过75000人。瑞士联合银行在美国的业务规模也很大，2000年，瑞士联合银行收购美国大型经纪公司潘恩·韦伯（Paine Webber)。瑞士银行公司在与瑞士联合银行合并前，以6亿美元的价格收购了德伦瑞德资本管理有限公司（Dillon Read Capital Management，以下简称德伦瑞德）。因此，通过德伦瑞德，瑞士联合银行大规模地进入美国次级抵押贷款市场。

德伦瑞德在1922年由克拉伦斯·德伦（Clarence Dillon）和威廉姆·瑞德（William A. Read）创立。这家投资银行在20世纪20年代创立，曾作为遭受巨额损失的大型投资信托公司而为世人所知。德伦的儿子道格拉斯·德伦（C. Douglas Dillon）领导德伦瑞德渡过难关并成为领先的投资银行，道格拉斯·德伦曾在肯尼迪和约翰逊执政时期任财政部长。德伦瑞德是瑞士联合银行大型对冲基金的基础，2007年3月，公司公布核减5000万美元次级证券。5月，其相应损失达到1.24亿美元，之后瑞士联合银行宣布关闭德伦瑞德并接管资产。由于德伦瑞德的损失，瑞士联合银行CEO皮特·伍弗里（Peter Wuffli）离职，由马塞尔·罗纳（Marcel Rohner）继任。

2007年8月14日，瑞士联合银行发布利润警告。截止到2007年9月底，德伦瑞德的损失迅速扩大到30亿美元，瑞士联合银行共计核减34.2亿美元资产，并且9年来首次报告季度亏损，同时瑞士联合银行宣布削减1500个工作岗位。2007年12月10日，瑞士联合银行又公布100亿美元资产减值。2007年，瑞士联合银行在美国住房抵押贷款相关业务方面的总损失达到187亿美元，其中主要是债务抵押债券（CDO）的损失。为增强资本，瑞士联合银行以113亿美元的价格将12.4%的股份出售给主权财富基金——新加坡投资公司和另外一个中东投资者。

瑞士联合银行次级业务模仿“仓储式”金融模式运行，这种方式在其他投资银行的证券业务实践中颇为流行。在提交给股东的报告中，瑞士联合银行曾这样描述仓储式CDO业务计划：

在CDO证券化的初始阶段，通常CDO柜台与担保管理机构签订协议。瑞士联合银行代表担保管理机构购买住房抵押贷款支持证券（RMBS）及其他证券。这些头寸放在CDO仓库里，将通过证券化成为CDOs。一般情况下，当这些头寸在仓库里时，会记到瑞士联合银行的资产负债表内，并存在市场敞口风险。完成仓库操作后，库存证券会转变成CDO专用工具，并按一定结构分为不同的层级。CDO柜台按照交易的名义价值收取结构设置费，而且重点关注夹层CDOs，该业务能够生成125～150个基点的收费（与此相对比，高等级CDOs仅能产生30～50个基点的收费）。结构化CDO业务增长的关键是2005年6月创立的、基于资产支持证券（ABS）的信用违约互换（CDS）（国际互换和衍生品协会在ABS定义基础上发布了CDO的定义）。这样，通过CDS就能轻易地为ABS提供参照。在这之前，ABS需要纳入CDO仓库。

在普通市场条件下，随着CDO仓库里库存的集聚及CDO的售出，头寸会存在上升或下降的变动。一般来说，在最初与担保管理机构签订协议购买资产到完成仓库CDO操作之间会有1～4个月的时滞。[①]

在CDO处理过程完成后，瑞士联合银行一般会将低等级的附属性CDO层级卖给外部投资者。AAA级的超高级CDO保留在公司账户，这些AAA等级产品可以看作是安全投资，瑞士联合银行也从第三方那里购买超高级的CDO。瑞士联合银行的抵押贷款支持资产存量从2006年2月很少的数量增加至2007年9月的500亿美元。

如果超高级证券具有AAA评级，当这些证券计入资产负债表时，美国银行监管机构者允许对这些证券采用缩减的、优惠的资本要求。[②] 监管机构的特殊对待免除了通常持有次级债务存在过度风险的担忧。超高级证券损失差不多占瑞士联合银行总损失的一半。大部分相关头寸进行了对冲保护，当时瑞士联合银行认为这种产品最大程度的风险仅占其价值的4%或者更少。因为市场混乱，这些头寸的减值远超预期范围。还有部分超高级证券没有进行风险

① UBS, Shareholder Report on UBS's Write - Downs, April 2008, §4.2.2.

② Tett, *Fool's Gold*, pp. 63 - 64.

对冲。银行也从事套利交易，“使用低成本、短期融资去投资高收益、长期次级抵押贷款”。瑞士联合银行主席马塞尔·奥斯佩尔（Marcel Ospel）公开承认该银行原来并没有正确理解次级敞口蕴含的风险。

瑞士联合银行还存在其他问题。瑞士联合银行证券部执行总监麦克尔·加藤博格（Michael Guttenberg）认可证券欺诈及与内部交易相关的指控并服罪。加藤博格将瑞士联合银行分析师提交的交易规划建议书信息卖给交易商戴维·塔维（David Tavdy），塔维利用这些信息进行交易并获得 2500 万美元利润。塔维被判入狱 5 年。美洲银行的交易员保尔·瑞斯理（Paul Risoli）也是这一大型内幕交易中的一环，他也表示服罪并被判入狱 7 个月。共有来自贝尔斯登、摩根士丹利和美洲银行等机构的 13 个人因为此项内部交易而被定罪。如前文所述，更严重的是，瑞士联合银行还卷入了一场 2008 年司法部调查的为美国人提供离岸避税的麻烦当中。

货币市场基金问题

对次级产品投资的担心触发了佛罗里达州地方政府投资基金（Local Government Investment Pool，LGIP）的挤提，州政府在 2007 年 12 月底冻结了该投资计划。此投资计划由州政府组织，负责佛罗里达州约 1000 个政府单位包括学校委员会的资金投资，资金来源为债券销售、税收收入及收费，除非市政需要资金，否则这些资金放在资金池内。LGIP 是这类计划中最大的一个，这种资金池遍布全国。LGIP 在安然丑闻发生时，因购买安然股票不幸损失 2.8 亿美元。此前还有一只市政投资基金也遭受了损失，加利福尼亚奥兰治县曾大量投资于担保抵押贷款凭证，损失 15 亿美元。奥兰治县破产，奥兰治县的财政长官罗伯特·希特伦（Robert Citron）被判入狱。

LGIP 向市政当局承诺，收益率高于短期国库券。为了获得更高的收益，LGIP 不得不投资于包括次级抵押贷款凭证在内的高风险工具。LGIP 共持有约 20 亿美元较高风险次贷相关证券，而且其中一部分是在次贷危机已经显现后买入的。随着次贷危机越发严重，一些市政部门开始从 LGIP 大规模提取资金。在挤提开始前，LGIP 拥有 320 亿美元资金，在佛罗里达政府冻结资金时，

仅剩 140 亿美元。

佛罗里达州聘请黑石集团作为 LGIP 的暂时管理机构。解冻后，政府部门还可以从投资池中提取资金，但提取额度最多不得超过该部门投资总额的 15%。任何超额提取将被处以 2% 罚金。资金池解冻后，政府部门又提取了 18 亿美元，之后形势得以稳定。在帮助佛罗里达州基金的同时，黑石集团也有自己的麻烦。2007 年底，黑石集团的一只基金因机构性现金策略遭到穆迪降级，降至垃圾债券级。不过，黑石集团宣布，2007 年第四季度收入增加 40%。

其他货币市场基金也处在困境之中。2007 年 12 月，美国银行公司（US Bancorp）宣布，为避免给客户造成损失，以票面价值回购本公司货币市场基金，证券减值 1.1 亿美元。太阳信托公司（SunTrust）向已经遭受结构性投资工具损失的本公司市场基金注资 14 亿美元。美盛基金公司（Legg Mason）因资产支持商业票据的损失，向本公司两只货币市场基金注资 11 亿美元。采取以上这些措施的目的是避免客户丧失信心。杰纳斯（Janus）资本管理公司也在救助货币市场基金，公司决定向基金注资 1.09 亿美元。

截至 2007 年底，为弥补与次贷相关的投资损失，有 20 个金融机构向各自管理的货币市场基金共计注资 120 亿美元。这种安排是为了防止"跌破面值"，也就是说 1 美元投资所得低于 1 美元，这种情形只在 1994 年发生过一次。尽管存在这些问题，还有客户寻求基金变现，但货币市场基金的资金总量增加了 30%。

资产支持商业票据问题

随着资产支持商业票据（ABCP）再融资的失败，次贷危机进一步加剧。2007 年 11 月，ABCPs 基金的商业票据投资回报率是 4.75%，12 月升高到 6.16%，因此利差缩小。2007 年 8 月，ABCPs 市场规模为 1.2 万亿美元，但到 12 月，下降了 1/3。同时，非 ABCP 存量上升到 8630 亿美元，由于商业借款机构直接增发商业票据而不通过 ABCP，非 ABCP 在 2007 年 12 月仅一周内就增加 90 亿美元。

加拿大爆发 ABCP 危机。加拿大第五大银行加拿大帝国商业银行（CIBC）

核减 30 亿美元次贷资产损失。包括科汶青（Coventree）在内的加拿大 21 家非银行信托公司创建的 ABCPs 发行的商业票据出现运作困难，于 2007 年 8 月被冻结。这些机构的 ABCPs 存量超过 300 亿美元。按照摩根大通 1907 年经济恐慌时救助纽约信托公司的方法，加拿大著名企业家珀迪·克劳福德（Purdy Crawford）牵头建立由银行组成的委员会，期望重组 ABCPs。部分投资者同意在寻求救助期间延缓索赔。但为了有助于结构重组，需要将 ABCPs 由短期融资向长期融资转化，最终这些信托公司破产。小额投资者的投资被收购。出人意料的是，尽管存在各种问题，但加拿大银行次级票据跳水的程度远低于欧美同业水平，它们成功分散了严重危机的风险。

美联储政策

为了向变现日益困难的金融体系提供流动性，2007 年 12 月美联储创建定期拍卖便利，拍卖每两周进行一次，向银行拍卖期限为 28 天的 200 亿美元贷款。银行允许使用住房抵押贷款等作为担保品进行贷款竞拍。美联储在 12 月进行的拍卖吸引了 93 家金融机构参与竞拍。有人担心这种便利的参与率会比较低，因为一旦借款，就反映或展示出借款机构存在困难。类似的担心在大萧条期间也使得银行不愿向重建金融公司（Reconstruction Finance Corporation）借款。从结果来看是杞人忧天了，提交拍卖申请的数量是美联储计划拍卖资金的 3 倍。美联储在次贷危机中的拍卖贷款利率为 4.65%，低于当时的贴现利率（4.75%）。

2007 年 12 月 12 日，南非开普敦会议后，美联储、欧洲中央银行、英格兰银行、加拿大银行和瑞士国民银行联合宣布，将协同努力为银行体系提供流动性。日本银行也对此计划表示支持。

欧洲中央银行和美联储在利率政策方面出现分歧。欧洲中央银行发出不会进一步降息的信号，但美联储表示将大幅降息。2007 年 12 月 18 日，欧洲中央银行宣布，将向成员银行按照议付利率提供无数量限制的融资。当欧洲中央银行披露，其已经向 390 个欧元区私营银行注入 5000 多亿美元时，金融机构无不震惊，这相当于预期数量的两倍。为了向银行注入资金，英格兰银

行也推出类似美联储的那种拍卖工具。除了每两周一次的拍卖外，2007 年 12 月底，美联储通过贴现窗口每天借出 50 亿美元。

2007 年底，银行间拆借利率出现了脱钩现象。银行间拆借利率与美联储基金利率的利差超过了 1%，正常情况下应该小于 20 个基点或者 0.2%。约 3000 亿美元商业票据的滚动出现问题，引发公众对货币市场的关注。货币市场持续收缩，从 2007 年 8 月的 12000 亿美元缩减到 2007 年 12 月的 7480 亿美元。

商业债券市场也受到了信贷紧缩的不利影响。由于担心次级贷款敞口风险，许多公司债券的发行价格显著下降。人们一直担心，2008 年到期的 6000 亿美元公司债券到期后可能难以进行再融资。2007 年上半年，垃圾债券和国库券之间的利差创历史新低，但下半年的利差增加 1 倍多。

2007 年 11 月，美国年通胀率达到 4.3%。这使得美联储在制定利率政策问题上处于两难境地。一方面，美联储认为其主要目标是防止通胀，为此应当加息，至少不能降息。另一方面，低利率将有助于那些贷款利率重置后，面临抵押贷款还款数额大幅增加的房主。同时，低利率对停滞不前的房地产市场的复苏也有帮助，房地产市场的恶化会威胁到许多金融机构的生存能力。最重要的是，整体经济是否正在减速。再三权衡之后，2007 年 12 月 12 日，美联储决定降息 25 个基点，但效果并不明显。

针对如何应对日益严重的信贷危机及如何减少止赎，人们展开了争论。2007 年 12 月 20 日，布什总统建议华尔街将所有来自抵押贷款的损失在年底前核减。显然，他们提议进行一次性“大清洗”，以便在新的一年将麻烦留在过去。通常，当新任命的管理人员加入公司时，会采取这种会计策略。过去的损失可以记在原有管理团队的账上，管理团队无疑将启用全新的资产负债表。这种会计策略多年来一直让证监会不满，日益严重的次贷危机似乎对会计操纵起到了一定的校正作用。

布什政府同时向银行业施加压力，要求冻结 2008 年初将要进行利率重置的次级抵押贷款利率，以防止更多的借款者违约。这一提议遭到批评，因为这相当于鼓励借款者的不当信贷决定。这种方法也减少了银行的灵活性，银

行不能按照计划处理违约债务人，也不能维持非违约债务人的高利率。毕竟是银行遭遇了风险，应当由银行来决定如何解决问题，而不是政府。

美联储前主席艾伦·格林斯潘也反对布什的提议。他支持政府直接帮助违约的房主，而不是进行大规模的政府紧急援助。冻结可变利率抵押贷款和其他利率重置抵押贷款利率的计划遭遇重大障碍。银行计算机系统无法处理这一变化，如果进行这种重构，也有悖于银行的会计准则要求。

其他的监管新举措相继出台。民主党控制的议会正在考虑对银行的放款业务施行更多监管。美联储也正在修订对次级抵押贷款的监管规定，将次级抵押贷款定义为收取高于相似条件政府债券利率3个百分点以上的贷款。美联储也收紧了贷款相关文件的要求，这些要求在房地产繁荣期间，对许多银行都实行豁免。美联储要求税收和保险经过第三方公证，严禁虚假广告，禁止将未来将重置的利率说成是固定利率。美联储对抵押贷款经纪人收费标准也作出了相应的限制性规定。

第四季度的情况

随着2007年的结束，贝尔斯登宣布了该公司84年历史中的首次季度亏损。亏损很大程度上归因于次级抵押贷款资产组合的减值。投资者担心贝尔斯登的情况也许会变得更糟。2007年12月，管理资产超过7470亿美元的全球领先投资管理公司——太平洋投资管理公司（Pimco）建议贝尔斯登解除原来双方达成的数十亿美元的交易。贝尔斯登可以拒绝这一请求，但会引起公众的过度担忧。

雷曼兄弟在2007年第三季度报告收入8.07亿美元，由于抵押贷款核减，相比上一年，收入减少3.2%。尽管因为抵押贷款业务核销了35亿美元资产，雷曼兄弟2007年第四季度报告收入8.86亿美元，相比上一年减少12%，但仍然好于分析师们的预测，雷曼兄弟当年总收入连续第4年创最高纪录。

2007年第三季度摩根大通报告指出利润创最高纪录，但第四季度收入下降34%，这是自杰米·戴蒙（Jamie Dimon）2005年接管公司以来首次出现季度利润下降。高盛对冲其在次贷市场上的豪赌，2007年有望取得不俗业绩。

高盛仅出现了“一定程度”的抵押贷款损失，但对冲头寸足以弥补损失，第四季度业绩轻易超越了分析师们的预测。

据报道，高盛员工的年底奖金达人均36万美元。公司负责人劳埃德·布莱克费恩薪酬提高至每年7000万美元。联合总裁亨瑞·库恩（Gary Cohn）和乔恩·温克里德（Jon Winkelried）2007年薪酬为6750万美元。这些成本数据说明高盛已经摆脱了信用危机的最危险时期。然而，高盛的发言人警示说，2008年的情况也许不容乐观。他是正确的。

第一资本金融公司（Capital One Financial Corporation）报告指出，2007年第四季度因为坏账增加，与上年相比，公司利润下降42%。通用电子受信贷紧缩所累。尽管通用电子被许多人看作是工业公司，但它其实涉及众多金融业务。通用电子的资本部门（GE Capital）向中小企业发放贷款并投资于商业地产。2007年12月，通用电子发布利润警告，宣布计划至少部分出售曾经盈利颇高的信用卡部门，这一部门遭遇流动性危机。

美林银行报告称，第三季度公司有150亿美元的次级贷款敞口，再加上次级CDOs的表外敞口（称为Pyxis），年底次级贷款敞口将达到460亿美元。2007年第四季度末管理2万亿美元养老基金和其他基金的道富银行提取6.18亿美元准备金，用来弥补次贷投资的损失。道富银行管理的一只基金由于次贷投资减值28%。主权银行公司（Sovereign Bancorp）2007年第四季度核销16.1亿美元资产，同时该银行宣布停止多个州的汽车贷款业务。纽约梅隆银行（Bank of New York Melon）报告称第四季度利润下降68%，主要原因是1.18亿元CDOs资产核减。经纪公司杰弗里斯集团（Jeffries Group）20世纪70年代由场外交易纽约股票交易所的上市股票起步，宣布2007年第四季度亏损2400万美元，而在此年的前3个季度公司还获得了很高的收入。但它的亏损主要是因为给职工派发了巨额奖金。

房利美和房地美

房地美2007年第四季度亏损25亿美元，创下公司纪录，但房地美似乎并没有太在意亏损。确实如此，公司自豪地宣布购买430亿美元抵押贷款，

以帮助47000个家庭避免止赎。在公布第四季度报告时，公司CEO及董事会主席里查德·塞隆（Richard F. Syron）说道："目前的经济状况处于美国历史上最严重的房地产低谷，我们的报告反映了眼下艰难的环境以及房地美坚定的、不辱使命的信心。为具有流动性、稳定性和支付能力的美国房地产金融体系而努力"。①

房利美2007年报告损失21亿美元，这没法与令人兴奋的2006年41亿美元盈利相比。2007年第四季度公司总计亏损36亿美元。亏损多来自衍生品公平定价下的核减，第四季度资产核减32亿美元，全年达41亿美元。而核减大部分是因为用于对冲的利率互换收益率下降。这听上去似乎有点蹊跷，对冲的目的本是保护资产免于出现这样的损失。

为了避免抵押贷款市场关停，美国联邦住房贷款银行（FHLBs）向住房抵押贷款者借出数千亿美元，借款者可以用抵押贷款作为担保再进行贷款。FHLBs发放贷款的总额远超过美联储向金融体系注入的资金。美国联邦住房贷款银行的放款便利需要抵消由结构性融资工具（SIVs）和资产支持商业票据（ABCPs）进行抵押贷款证券化减少所形成的5000亿美元差额。这些措施成本高昂。美国联邦住房贷款银行第四季度报告亏损6.72亿美元。美国联邦住房管理局宣布2007年亏损46亿美元。就在季度报告公布的时候，国会正在考虑联邦住房管理局购买3000亿美元次级贷款的提案。

与前一年相比，美国企业第四季度收入显著降低。在世界通讯公司（WorldCom）和其他公司败退的时候，斯普林特公司（Sprint Nextel）得以在动荡的电信市场生存，并在2007年继续挣扎。公司的无线业务被竞争对手抢走，截至2007年底，公司裁员4000人。高层管理人员大"换血"。斯普林特公司2007年亏损300亿美元，并预警接下来的数月将会更加困难。美国在线（AOL）改变市场策略，免费提供互联网业务，通过广告获取收入，但成功的希望渺茫，公司2007年收入比2006年减少33%。

埃克森美孚公司（ExxonMobil）2007年盈利400亿美元，创美国公司最

---

① Freddie Mac, "Freddie Mac Releases Fourth Quarter Financial Results," February 28, 2008.

高年度盈利额。这一利润招致众多愤恨，因为消费者们认为，该公司肯定是索取过高的油价来获得收入的。西南航空（Southwest Airlines）切身感受到衍生品带来的好处。航空公司对冲了燃油价格，结果2007年第四季度利润翻倍；与此相反，达美航空（Delta Air Lines）因为油价上涨，遭受了巨大损失。

2007年伯克希尔·哈撒韦表现良好。12月，该公司以45亿美元的价格从普利兹克家族（Pritzker Family）手中购买了玛蒙控股（Marmon Holdings）60%的股份，玛蒙是普利兹克家族产业的控股公司。伯克希尔·哈撒韦的沃伦·巴菲特计划在接下来的几年中买断玛蒙控股的剩余股份，因为普利兹克家族正计划清算家族企业。伯克希尔·哈撒韦股票在年底上涨约30%。这一乐观形势在2008年将发生改变。

经济先导指标世界大型企业联合会指数（Conference Board's index）在2007年第四季度呈现出下行趋势。有数个经济学家预测将出现经济衰退。2007年12月失业人数比一年前增加100多万人，增幅达30%。金价在2007年的涨幅超过31%。美元相对于其他货币的汇率下降。1999—2001年，欧元相对美元贬值约20%。然而，2002年美元相对于欧元开始摇摆并下跌。2007年欧元相对美元升值10.6%。

2007年，IPO成为美国这一世界最大的市场上7年来的最热点。IPO以外国公司和技术型公司为主，大部分发行时间是在上半年。最大规模的IPO包括黑石集团、全球曼氏金融（MF Global）、盈透证券（Interactive Brokers）和奥氏资本管理（Och - Ziff Capital）。2007年3月，高盛加入到了越来越多的为空白支票或特殊目的收购公司（SPACs）进行IPO的队伍中来。特殊目的收购公司是指融通资金但不公布资金用途的公司。这些“盲池”将不断寻找机会，如果收购成功，SPACs通常将获得公司20%的股份。高盛坚持己见，认为发行发起人收费应低于通常的20%。

当年第四季度道琼斯工业平均指数的表现为20年来最差的，甚至有几天出现3位数的点数下降，其中2007年最后一个交易日下跌101点。2007年道琼斯工业平均指数上涨6.43%，与2006年上涨16.29%相比略显无力，但仍然好于2005年的小幅下跌。标准普尔500指数在2007年比前一年上涨

3.5%，这一比率低于通胀率及政府债券收益率。哈佛捐赠基金报告收益超过7%，与大多数金融公司亏损的业绩相比，收益已经非常高了。然而，这一形势将会在2008年发生逆转。

银行股票因次贷问题受到不利影响。道琼斯威尔希尔银行指数（Dow Jones Wilshire Banks Index）在2007年下跌26%。华尔街在2007年共削减35000个工作岗位，但投资银行并没有因为2007年亏损而减少奖金支付，2007年年终奖金支付总额为400亿美元，2006年为360亿美元。

预计抵押贷款支持证券所产生的资产核销总额将超过3000亿美元。还有一些传统银行，如富国银行，因信贷决策失误而遭遇损失，住房抵押贷款和债务联合贷款是导致亏损的主要原因。富国银行2007年第四季度收入下降38%，创6年来最低季度利润，这主要是受增加14亿美元贷款呆账准备金所累。流动性危机传递到国外，欧洲中央银行持有超过3500亿美元的表外资产支持结构性工具和杠杆贷款。

2007年第三季度末，有近100万笔次级贷款过期30天甚至更长时间。年底延迟抵押贷款还款额创21年最高值。到2007年底，住房抵押贷款信用额度总计1.1万亿美元，这些贷款中有5.7%出现还款违约。由于2007年违约率几乎翻倍，放款机构削减住房抵押贷款。计划为住房抵押贷款再融资的抵押贷款房主遇到了困难，原来几乎默认的将抵押贷款净值转为新的第一抵押权的做法遭到否决。有些房主在再贷款获得批复前被要求降低贷款额度。2007年第四季度，止赎和逾期贷款占全部贷款的7.9%，达到自1979年指标创建以来的最高值。一些处境艰难的房主使用反向抵押贷款来对超越其负担能力的抵押贷款进行再融资。布什政府建议冻结次级抵押贷款利率5年，以期有所帮助。

2003年1月到2005年12月，新房开工量年均增长8.5%。但2006年1月到2007年12月，新房开工量年均下降21.8%。2007年11月到2008年1月，房屋年均价格降低23%。2007年成屋销售下降幅度超过此前的25年。2007年新房销售降至有相关统计以来的最低水平。成屋销售在2007年12月下降2.2%。房价中位数降至217000美元，为自20世纪30年代以来最大

降幅。

房地产价格下降幅度在全国并不一致。全美次级贷款处于领先地位的加利福尼亚，2007 年平均房价下跌 36%，佛罗里达跌幅为 30%，远高于全国平均水平（20%）。2007 年第四季度美国房屋空置率达到 2.8%，与当年早期所创纪录持平。据美国地产经纪人协会（National Association of Realtors）报告，2007 年新房销售指数下降约 20%。2007 年底，新房开工量创 16 年来最低值。2007 年 12 月，新房建设减少 14.2%。

2007 年下半年，并购总额显著减少。2007 年商业地产市场也很艰难。商业放款达到创纪录的 5150 亿美元，大部分贷款在上半年发放，2007 年下半年的贷款非常少。2007 年第四季度，写字楼空置率 4 年来首次上升。

2007 年公司破产激增 40%。因为信贷紧缩，Res Mae 抵押贷款公司和美国房屋投资抵押贷款公司（American Home Investment Mortgage Corporation）破产。大型建筑公司莱维特建筑公司的一个部门——莱维特父子公司（Levitt & Sons）于 2007 年 11 月宣布破产。该公司终止了正在进行的建设项目，包括那些付过抵押金等待完工的房屋。KB 房产公司报告将 2007 年第四季度亏损 7.72 亿美元。此消息公布后，该公司股价下跌 9%。位于纽约的金融公司 CIT 集团发布 2007 年利润警告，并增加了贷款坏账准备金。该公司在学生贷款和住房贷款业务中遭受了损失。

薪资贷款

2007 年 11 月，众议院通过法案，约束那些不发放贷款，但通过证券化和其他二级市场转售贷款而与掠夺性贷款发放有关联的机构。法案要求证券交易委员会和其他银行监管机构在银行发放抵押贷款前设立必须遵守的尽职标准。这些措施由众议员巴尼·弗兰克（Barney Frank）发起。总统候选人、参议员克里斯托弗·多德（Cristopher J. Dodd）提出法案，并进一步提出允许对破产银行提起集体诉讼，对银行进行尽职调查，保证贷款偿还。这项法案直到 2010 年才最终通过，最后放宽了一些要求但强化了尽职责任。

与此同时，次贷借款人也在寻找其他信贷来源。2008 年美国估计有 2800

万人是“脱银行的”（他们不参与银行体系活动）。超过5000万美国人没有信用评分。在许多贫穷的社区，薪资放款取代商业银行成为面向本社区居民的产业。规模较大的开展此类业务的公司包括Ace Cash Express、Advance American、Check'n Go、Nix以及大量本地机构。这种业务可以提前2~4周支取薪金，需要支付2%~4%的费用。由于费用较高以及其他缺陷，2006年国会明确禁止对军人发放薪资贷款。一些州也计划规范薪资贷款的收费标准。①

2005年破产法修订，关于个人逃避偿还债务的条款规定更加严格。止赎的房主不能再像过去那样轻易地宣布破产，但有时别无选择，现实中破产申请还在增加。2008年3月美联储宣布，美国家庭财富2007年第四季度缩水5330亿美元，这一指标5年来首次下降。2007年新增工作岗位数量少于预期。经济中开始出现经济放缓的其他信号。从事兼职的人数增加。民意调查显示，消费者信心指数在2007年底降至15年来最低。

汽车贷款成为金融机构的另一个麻烦。汽车贷款的放款条件一直比较宽松，2007年底汽车贷款违约数量增加。12月汽车零售额下降0.4%，为6个月来最低值。尤其让人失望的是，这段时间本是假期购物季，其零售额一般占年度销售总额的相当比率。尽管人们期望11月的销售能够翻倍，但实际上圣诞消费完全不尽如人意。2007年12月销售减弱，多个公司发出盈利警报。

高端珠宝企业圣诞季销售甚至也在下降。蒂法尼（Tiffany's）在休假季结束后发出了盈利警报。其他奢侈品销售也表现欠佳。互联网假期销售增长19%，但低于上一年25%的增长率。信用卡债务存量为9500亿美元，2007年第四季度增长200亿美元。

高管薪资

金融公司报告利润在次贷危机前创最高纪录，高管薪资水平继续维持高位。他们的薪资实在是太可观了，有个公司采取新奇的招数，站在高盛办公室前发放1000美元的飞机租赁优惠券。25万美元的法拉利在纽约地区缺货。

---

① Douglas McGray, "Checked Cashers Redeemed," *New York Times Magazine*, November 9, 2008.

高薪者的代表查理·施瓦布（Charles Schwab）在5年多的时间里，将8亿美元薪酬带回家。另一个享受高薪的人是高盛CEO劳埃德·布兰克费恩，2006年薪酬为5400万美元，2007年为6900万美元，创华尔街CEO高薪新纪录。雷曼控股CEO理查德·富尔德（Richard Fuld）10年薪酬总额为1.8亿美元。他2007年的薪酬超过4000万美元。摩根士丹利负责人约翰·马克（John Mack）2006年获得薪酬4000万美元，但2007年公司遭受次贷损失后，其薪酬降至150万美元。

贝尔斯登负责人詹姆斯·凯恩（James Cayne）2008年以前的薪酬共计1.63亿美元。AIG的马丁·沙利文（Martin J. Sullivan）2007年薪酬为1400万美元。史丹利·尼尔（E. Stanley O'Neal）在担任美林CEO的6年间总计获得1.577亿美元报酬。美林排名前5名高管2006年获得的薪酬总计1.72亿美元。这些高管获得高额奖金之时，正是他们将美林置于次贷市场巨额损失之季。

第3章
危机开始

逐渐暗淡的景色

新的一年

随着2008年的到来，人们希望次贷危机最危险的时刻已经过去，但不断出现的麻烦似乎表明，事实并非如此。2008年初，美国约有210万套在售住房，占成屋总数的2.6%，这一数字比前25年间市场下行时的最高值高1.9个百分点。到2007年底，有大约25%的次级贷款出现违约，这一比例似乎还在不断增长。大约有180万笔以引诱性低利率发放的次级贷款将要在2008年和2009年进行利率重置。

到2008年1月，由于次级贷款投资，华尔街金融服务公司大约需要核减1000亿美元资产。全球范围内抵押贷款违约规模约达500亿美元，预计有更多的款项需要核销。评级机构已经调低超过2500种担保债务凭证的信用等级。这类证券的一级市场和二级市场已经崩溃。标准普尔准备对另外的100亿美元次级担保债务凭证进行降级。评级机构的降级将影响到1.5万亿美元的抵押贷款证券。

在贷款分类中，比次级贷款更好的一类贷款叫次A级贷款，也处于风险

中，这些证券也是以优惠利率发放的，也要在未来的几个月进行利率重置。次级贷款和次 A 类抵押贷款大约占所有住房抵押贷款的 40%，所以其违约风险不可忽视。其他信用级别抵押贷款违约也引发了关注。美国 8000 万套住房中大约有 5500 万套涉及抵押贷款，故抵押贷款实质性的违约增加将会极大地危害美国经济。

乔治·布什总统希望通过法案，帮助那些偿还住房抵押贷款有困难的房屋所有者。管理当局首先提出了自愿者项目，抵押贷款的发放机构将推迟利率的复位并提高可调整利率抵押贷款的数额。另一个提案允许低收入家庭的房屋所有者通过房地美、房利美等政府支持企业对抵押贷款进行再融资，也允许这些政府支持企业更大规模地购买“垃圾”抵押贷款。这一项目最终并没有真正落地。

经济学家预测，美国将陷入历史上最严重的经济衰退。美联储主席本·伯南克在 2007 年 1 月 10 日发出信号：美联储已经意识到经济正在下行，正在酝酿下调利率。伯南克称，在未来将会更清晰地向市场表达美联储的经济观点。这表明他将与前任艾伦·格林斯潘故意模糊的表达方式有所不同。艾伦·格林斯潘在位时，往往使用那些含糊且晦涩难懂的语言来表达其对市场的观点，可他离任后，他回忆录里使用的语言却出人意料地清晰精准，一改之前数年经典的、让市场无法捉摸地转移问题、混乱的、模糊的、难解的“美联储式发言”。针对观点不够直接和不明确、没能树立市场信心的批评，伯南克承诺会提高美联储经济观点的透明度，但这一承诺从来没有得到履行。

信用卡发卡银行的损失蔓延到高端客户。调查报告显示，有超过 5000 万名持卡者的消费比率在下降。自 2001 年以来，这一比率还从来没有出现过下降。这一信号不容忽视。在 2008 年，收入超过 3000 美元的美国人中约有 90% 的人使用信用卡，大约 40% 的交易使用信用卡进行支付，这一支付比例在 2000 年是 25%。

随着 2008 年的到来，零售业创下 17 年来最低销售额。同时，能源价格的上升也引起消费者越来越多的关注。原油价格在 2007 年上升 57%。2008 年 1 月纽约商品交易所场内交易员首次拍出每桶 100 美元的原油交易价格。当时

这只是噱头，美国商品期货交易委员会对交易企业康尼格拉贸易集团的这一行为处以 1200 万美元的罚款。虽然当时这一价格持续了不到一天，但市场价格很快超过了噱头价格。燃用油价格 2008 年的升幅预计超过 33%。

道琼斯工业指数火箭式上升。失业率增至 5%，达两年多来最高点，股票市场在新年伊始便下跌，新年交易的前 3 天道琼斯指数下跌 3.5%，前 10 个交易日中有 5 次单日下跌 200 点以上。1 月 15 日，道琼斯指数已经由 2007 年 10 月 14164.53 点的高位下跌到 12051.11 点。其他指数也在下跌。纳斯达克指数在新年首个交易日下跌 3.8%。罗素 2000 小型资本市场指数前 6 个月下降 20%。

2008 年最初的 13 个交易日是道琼斯指数表现最差的日子。在 2008 年 1 月 19 日周末前，道琼斯指数下降 507 点。祸不单行，2008 年 1 月 21 日，美国因为马丁节关闭市场，周边国家市场出现大幅下跌。德国、印度、英国的股票市场遭受重挫，下跌幅度为 5.5% ~7.4%。这一低价出清受到法国兴业银行相关事件的影响。

兴业银行

兴业银行被《风险杂志》选为年度“产权衍生品大鳄”，公司 2007 年第四季度宣布核销损失近 30 亿美元。这一核销主要用来覆盖美国住房市场的风险敞口，以及所承保的专一债券违约而需要承担的相关保险责任。2008 年 1 月出现了严重程度远远超过资产匹配的问题，兴业银行的一个中层雇员科维尔·凯维埃尔（Jerome Kerviel）创下“流氓交易”新纪录。

在一项名义价值超过 750 亿美元的期货合约中，科维尔造成了 72 亿美元的交易损失。这一损失远远超过了此前“流氓交易之王”尼克·里森（Nick Leeson）1995 年重创令人尊敬的巴林银行造成的 13 亿美元损失。科维尔在道琼斯欧洲 50 指数和德国 DAX 指数持有巨大头寸，他一直是市场上的多方。当银行平掉头寸时，市场恐慌爆发加剧了兴业银行的损失，并使全球范围的市场波动加剧。

科维尔操作的动机并不明确，因为他只是一个拿 15 万美元薪水的普通雇

员。他曾通过黑客进入银行的计算机系统，持续几个月掩盖交易损失。科维尔被判入狱3年，并被处以令人啼笑皆非的67亿美元罚款，此判罚相当温和。CEO丹尼尔·布顿因其没能有效阻止银行免受科维尔造成的损害而失去了职位。2009年8月，法国当局指控科维尔所在部门的负责人让·皮埃尔·马斯蒂尔从事内部交易，事态变得复杂。2008年10月17日，另一家法国银行法国储蓄银行公布，一项未授权的衍生品交易导致8亿多美元的损失。

尽管1月19日美国市场没有开市，由科维尔交易导致的全球范围的股市低价出清仍然困扰着美联储。作为回应，美联储2008年1月22日宣布将利率下调75个基点，从而使短期利率降到了3.5%。对于如此大幅的利率下调，有许多反对意见。《纽约时报》称这次降息为美联储最大幅度降息，《华尔街日报》认为这是20年来绝无仅有的一次最大幅度降息。1月20日股票市场重新开市后大跌，道琼斯指数在开市后下跌464点。美联储降息的信息稳定了市场，两天后收市时的点数与前一天收市时的点数差距收窄在26点以内。

美国国家金融服务公司

位于加利福尼亚州卡拉巴萨斯的美国国家金融服务公司是次贷危机的中心之一。该公司由安吉洛·莫兹洛和大卫·罗布在1969年创立，公司发展迅速，20世纪90年代早期成为美国国内最大的抵押贷款放款机构。2006年，美国国家金融服务公司国内抵押贷款融资份额达20%，其中大部分贷款由经纪人发放，再出售给国家金融服务公司。1982—2003年，美国国家金融服务公司的股票增值230倍。莫兹洛因带领美国国家金融服务公司扩张贷款业绩突出，被《美国银行家》评选为2004年“年度银行家”。事实证明，这一贷款扩张的代价非常沉重。

莫兹洛带领美国国家金融服务公司进入次贷市场，他后来成为这类错误放贷行为的标志性人物。2001—2006年，他通过出售自持的美国国家金融服务公司股票获利4.75亿美元。2008年美国国家金融服务公司崩溃后，莫兹洛因得到离职补偿金遭到抨击。美国国家金融服务公司内部记录显示，该公司曾经雇用两位补偿金顾问评估莫兹洛相关报酬的合理性，第一个顾问认为莫

兹洛的补偿金受通胀的影响，金额较大。随着公司损失的不断攀升，莫兹洛同意将他2007年的薪酬降低79%，这样他的年薪降到1080万美元，但股票期权给他带来了1.215亿美元的额外收入。

次贷危机爆发前，莫兹洛被看作是拓展低收入家庭信贷可得性的英雄性人物。他同时向富人提供优惠的贷款安排，这些贷款通过内部称为“莫兹洛朋友”的VIP项目来实施。VIP项目曾为房利美的许多高级经理和员工提供贷款。次贷危机中美国国会的调查发现，莫兹洛向一些高收入个人提供优惠贷款，其中包括国家足球队联盟球员，以及购买冰球明星韦恩·格雷茨基房屋的买主。莫兹洛还帮助一个赌场管理者的子女在内华达购买房屋，事实上他们并不具有购房资格。

参议员克利斯朵夫·多德从美国国家金融服务公司获得过贷款，但他否认受到任何特殊照顾。多德声称他通过网站（Portfolio. com）获得贷款，但相关文件显示，美国国家金融服务公司对相关贷款的条款进行了调整。这些贷款为参议员节约了7.5万美元利息①。此时，参议院银行委员会主席多德正在主导民主党应对次贷危机。另一国会成员、众议员埃道夫·托恩（纽约州）阻止共和党调用美国国家金融服务公司VIP贷款项目的相关记录。托恩后被揭露通过VIP贷款项目从美国国家金融服务公司获得两笔贷款。“莫兹洛朋友”贷款计划涉及2008年总统竞选。美国总统候选人巴拉克·奥巴马提议杰姆·约翰逊为副总统候选人，但曾作为房利美负责人的杰姆·约翰逊被曝通过莫兹洛获取优惠贷款，因此此提议招致众多抨击，约翰逊被迫从奥巴马竞选团队中辞职。

约翰逊同时介绍参议员肯特·多瑞德（内华达区）与莫兹洛相识。多瑞德否认享受到任何特殊待遇。但是，一份内部电子邮件显示，莫兹洛为多瑞德的海景房贷款争取过折扣。此外，美国国家金融服务公司向多瑞德提供了一笔非同寻常的特殊多单元公寓楼贷款。作为补偿，多瑞德同意向仁人家园（Habitat for Humanity）捐献10500美元。其后，参议院伦理委员会取消了多德

① Lawrence G. McDonald and Patrick Robinson, *A Colossal Failure of Common Sense*, p. 243.

和多瑞德的行为错误记录，但指出他们存在判断失误。

实际上，为与放款机构高管存在业务联系或私人感情的个人提供优惠抵押贷款非常普遍。受公众欢迎的总统候选人、参议员巴拉克·奥巴马受到指控：芝加哥北方信托为其提供低于市场优惠利率的132万美元贷款购买价值165万美元的房屋。奥巴马的主要支持者安托万·雷兹科的妻子紧邻奥巴马购买房子，并将其中的一部分卖给奥巴马，丑闻发酵，雷兹科后来受到与贪腐相关的16项指控。

2003—2006年，美国国家金融服务公司放贷业务急速扩张，信贷资产从620亿美元增长到4630亿美元。这些新增贷款多以诱导性的低利率发放。2006年随着利率上升、收入下降，美国国家金融服务公司的问题开始增加。最先出现的问题就是抵押贷款还款违约率急剧增加。次级贷款拖欠还款率从危机前的15.2%增加到19%。

2007年7月24日，莫兹洛的讲话震动了金融分析师们："我们正在经历一场大萧条以来还从未见过的严重的价格衰退。"① 他同时表示，他看不到2009年以前经济复苏的迹象，实践证明这是相当有远见的看法。然而，这些言论导致了美国国家金融服务公司股票的急剧下跌，道琼斯工业指数下降226点。

随着次贷市场关注度的增加，美国国家金融服务公司成为公众抨击次贷市场放贷的靶心。抨击的内容包括无视贷款申请人收入因通胀贬值的问题、允许借款人利用"快易通"（Fast and Easy）计划在没有提供书面文件的前提下获得贷款等。公司止赎房产文件出现诸多问题，因此联邦法官授权成立调查组对该公司的放贷过程进行调查。另外，美国国家金融服务公司帮助债务人对破产前债务进行信用支付，这种行为不符合规定。美国国家金融服务公司同意了结匹兹堡破产清算文件的相关投诉。在上述案例中，美国国家金融服务公司还被指责受受托人误导，有房主在办理止赎过程中用支票付费时，损失了5000多美元。

---

① Muolo and Padilla, *Chain of Blame*, p. 9.

另一件让莫兹洛尴尬的事情，是他不小心将指责贷款人申请调整贷款条件的电子邮件发给了这个贷款人。莫兹洛在电子邮件中说道："这根本不可信。这类信件大部分都一个腔调。他们显然是在其他人或网络的帮助下抄袭这些词句，令人作呕。"为了平复尴尬的局面，美国国家金融服务公司宣布调整81000笔抵押贷款，以减少贷款违约。当时，美国国家金融服务公司贷款余额为1.4万亿美元，在全国有900个分支机构，是全美最大的抵押贷款服务公司。

2007年7月，美国国家金融服务公司报告称收入下降33%，并且根据次级贷款的预计亏损，发布当年后续亏损警示。2007年8月23日，美洲银行投资20亿美元救助美国国家金融服务公司。之后，美洲银行又购入260亿美元国家金融服务公司可转换优先股，以为公司提供继续生存的资本。美国国家金融服务公司宣布裁员20%，这意味着减少12000个工作岗位。接下来，该公司又获得120亿美元融资，但情况并没有好转。

2007年，美国国家金融服务公司出现25年来首次季度性亏损，预示着危机的临近。2007年第三季度结束时，美国国家金融服务公司核销了27亿美元抵押贷款，导致该季度亏损12亿美元。形势继续恶化，2007年中期美国国家金融服务公司的估值为240亿美元，但随着2008年的到来，该公司面临破产。2008年1月，美国国家金融服务公司报告的借款人逾期支付比率由上一年的5%上升到7%。美洲银行随后开始下一轮救助，2008年1月11日，美洲银行宣布斥资40亿美元整体收购美国国家金融服务公司。但2008年7月交易结束时，美国国家金融服务公司的估值仅为25亿美元，此项收购至少在一段时间重创了美洲银行。2009年2月，曾经声名显赫的美国国家金融服务公司被美洲银行更名。

美国证券交易委员会对莫兹洛提起指控，指控他在公司内部警示次级贷款风险，但在公开场合却称之为低风险业务。这是安然事件中对肯·莱（Ken Lay）和杰弗瑞·斯卡林（Jeffrey Skilling）指控的重演。在内部电子邮件中，莫兹洛宣称"次级贷款是有毒产品，是现存产品中最危险的，没有比之更具

有毒害性的产品"。[①]

莫兹洛辩称相关产品销售之前已经向美国证券交易委员会提交了书面计划并得到了批准，但证券交易委员会指出公司多次变更计划而且大幅增加产品销售额度。指控同时也指向了美国国家金融服务公司首席执行官戴维·萨姆勃（David Sambol）和首席财务官艾瑞克·希瑞克（Eric Sieracki）。萨姆勃的律师指责证券交易委员会此举是哗众取宠。最后，莫兹洛同意以6750万美元解决相关纠纷，但美洲银行只同意为以上指控及相关诉讼支付4500万美元，这无疑相当于打脸莫兹洛。萨姆勃以500万美元了结纠纷，但美洲银行拒绝支付。希瑞克认为他不存在失当行为，支付了13万美元摆脱困境。

并购美国国家金融服务公司之后，美洲银行成为美国最大的抵押贷款发放机构，其私人抵押贷款额占私人抵押贷款总额的25%。并购也带来很多问题。美洲银行同意支付6亿美元来解决一项集体诉讼，指控内容为美国国家金融服务公司没有适当披露放款过程中的风险。美国国家金融服务公司的审计机构因审计缺陷，同意支付2400万美元作为补偿。在另一项案例中，美洲银行同意支付联邦贸易委员会1.08亿美元来解决与抵押贷款违约高额收费相关的指控。美洲银行还同意了结数个州检察长对美国国家金融服务公司放贷过程的指控。加利福尼亚州、康涅狄格州和佛罗里达州的检察长们提出了更多问题，他们要求美洲银行调整由其发放的、处于违约风险中的40万抵押贷款借款人的贷款条款。美洲银行同意此项要求，但却因此陷入与证券化抵押贷款投资机构的冲突之中。格林尼治金融服务中心不良抵押贷款基金Ⅲ提起一项集体诉讼，指控美洲银行与各州达成的协议非法，协议降低了证券化抵押贷款的价值。按照约定，美国国家金融服务中心需要以票面价值购买所有调整过的抵押贷款。

抵押贷款调整带来了另外的问题。大部分证券化了的抵押贷款被注册和记录在名为抵押贷款电子登记系统（MERS）的体系中，以便于抵押贷款证券化后转让时不需要再付登记费。抵押贷款电子登记系统是在1993年由抵押贷

① Kara Scannell and John R. Emshwiller, " Countrywide Chief Charged with Fraud," *Wall Street Journal*, June 5, 2009.

款银行家协会、房利美、房地美推荐成立的，通过这种方式节约转让费用。抵押贷款电子登记系统由包括摩根大通和花旗集团在内的大银行集团所有，向3000多个付费企业提供服务，但是在次贷危机中，抵押贷款电子登记系统在处理止赎房主事宜时陷入了困境，根据此系统无法弄清究竟谁是抵押贷款的实际拥有者①。

2008年1月22日，美洲银行公布，次级抵押贷款亏损导致54亿美元资产核减。此时，银行资产负债表内仍然有120亿美元次级贷款敞口，包括80亿美元的担保债务责任。美洲银行的资产状况因为购买芝加哥拉萨尔银行进一步恶化，该行的表内贷款存在诸多问题。

为了改善资本状况，美洲银行在2008年1月23日宣布将发行60亿美元优先股。这种举措不久就成为金融服务企业改善资本状况的共同选择。信托优先股在应对资本监管要求时可以作为一级资本，而在其他场合可以作为负债。

危机继续

2008年1月16日，摩根大通公布由于抵押贷款投资的失败和信用卡违约，将核减23亿美元资产，但这比起花旗集团仅是个小数目。2007年12月，花旗银行股价曾达到每股57美元，但在2008年伊始，降至每股29美元。在2008年1月18日这一周，花旗银行的股票又下跌了14%。

在开年的时候，花旗银行重组抵押贷款业务以便更好地管理次级贷款放款损失，此业务的亏损导致CEO查尔斯·普林斯离职。公司的次贷问题似乎与旗下的ACC控股有关，但公司自身的麻烦也无法忽视。花旗集团的次贷损失引发了学者们对金融服务一体化的质疑，管理如此分散的多种风险似乎已经超越了管理者们的管理能力。

2008年1月17日，另一家大型抵押贷款放款机构华盛顿互助基金报告称2007年第四季度亏损18.7亿美元，道琼斯工业指数下跌300点。美林和花旗

① Mike McIntire, "Murky Middleman," *New York Times*, April 4, 2009.

在2008年1月15日宣布，它们将向国内外投资者寻求总计211亿美元融资，这些投资者包括来自韩国、新加坡、科威特、沙特阿拉伯的主权财富基金和一家日本银行、新泽西投资分部（管理该州的职工养老基金）。其他的投资者包括奥拉约集团（Olayan Group，沙特阿拉伯的私募集团）、普信集团（T. Rowe Price，互助基金）和资本研究管理公司（Capital Research & Management，互助基金管理机构）。在退休前带领花旗集团成为世界上最大的多元化金融服务公司的桑迪·威尔，也将增加对花旗集团的投资。

政策跟进

布什总统寻求与国会合作，针对2008年伊始的经济下行推出刺激计划。美联储主席伯南克2008年1月向国会建议，支持减税及其他经济刺激举措。一些经济学家指责伯南克的减息措施将再次重演从根本上引发经济问题的悲剧。

在2008年1月召开的美国市长会议上，数个大城市的市长抱怨由于房屋空置率显著上升，次贷市场的崩溃给他们的城市带来了巨大的灾难。更重要的是，这些城市的税收基础由于财产价值的下降和止赎而缩减。会议决定对次级贷款的借款者给予税收优惠，允许年收入低于10.9万美元的借款人扣减抵押贷款保险费用。当然，以上扣减限定在不需要缴税或缴税很少的人。

危机使得激进资本家开始质疑竞争市场的作用。微软的比尔·盖茨一度被认为是冷酷的资本家，也呼吁建立友好的、温和的“创新式资本主义”，帮助欠发达国家专注于构建产品和服务。2008年1月，盖茨在瑞士达沃斯世界经济论坛上提出此观点。著名对冲基金管理人乔治·索罗斯在那次会议上断言，次贷危机结束了美国的经济霸权，美元将不再是储备货币。索罗斯在他2008年出版的一本书中指出，过去25年间累积形成的超级泡沫现在被刺破。他提出“自反性”理论，认为市场并不反映价值而是驱动形成价值。索罗斯后来断言银行利润是来自政府的“隐藏的礼物”。

英国的房价也在下跌，和美国相同，英国也面临着一场利率重置危机，之前放出贷款的诱惑性低利率将重置到非常高的水平。英国有超过400万笔

抵押贷款将进行利率重置，比上一年增加50%，银行担心会因此形成更多的亏损。伦敦金融服务监管局2008年5月对森科集团（Thinc Group）罚款180亿美元，借此提升自身的监管形象。作为金融顾问公司，该集团贷款审核文件不严格，没能认真审查借款者的还款能力。

2008年1月，欧元区通胀率为3.2%，为14年来最高值。欧洲中央银行表示不会降息。随着2008年的到来，欧元区经济增长放慢。2007年底，德国商业银行——海波不动产控股银行因表内担保债务凭证业务核减5.8亿美元。西德意志银行于2008年1月21日宣布，公司股东将再注资30亿美元以应对抵押贷款业务亏损带来的资本不足。

2008年1月，伯克希尔·哈撒韦公司的沃伦·巴菲特购入3%的瑞士再保险公司（Swiss Reinsurance）股票，该再保险公司次贷敞口形成巨额损失。2009年1月，巴菲特追加投资26.3亿美元。2008年1月14日，加拿大帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce）宣布，将折价发行股票27亿美元以改善银行资本状况。该银行因次级贷款敞口，资产核减数目与此规模相近。

2008年垃圾债券违约率不断上升，预计到年底将达到5.3%，而前一年的违约率为4.7%。2008年商业开发放缓，1月开工建设下降1.7%，为14年来最大的降幅。2008年1月14日，商品交易所黄金价格达到每盎司901.6美元，之前的最高价是1980年1月1日的每盎司875美元。原油价格在2008年1月23日降到每桶86.99美元。

2008年1月，消费者收入增加0.5%，但消费支出仅仅上涨0.1%。由于消费者投资倾向于流动性更强、更安全的产品，货币市场基金资产增加到27600亿美元。尽管道琼斯工业指数在2008年1月23日下探250点，但美联储意外降息效应使股票市场得以提振。道琼斯工业指数在5天内止跌，收于12270点，但仍然低于2007年的最高点。在之前的股票市场下行阶段，许多公司会回购股票，以提升股价。但在2007年底开始下跌并持续至2008年的这轮行情里，很少有公司再进行股票回购。

由于服务于抵押贷款支持的特殊目的机构的关闭，许多大型法律事务所

也在信贷紧缩中受到不利影响，其融资结构部门被迫退出。纽约的一家大型老牌律师事务所凯威莱德律师事务所（Cadwalader，Wickersham & Taft）宣布解雇 35 名律师，这对于大型律师事务所来说非常少见。世达（Skadden Arps）、斯莱特（Slate）、弗洛姆（Meagher & Flom）律师事务所让年轻律师离职，付给他们半年的工资。

抵押贷款

盯市导致的资产减值使银行损失惨重，美林银行损失 418 亿美元，花旗集团损失 370 亿美元，美国国际集团损失 260 亿美元，雷曼兄弟损失 135 亿美元，美联银行损失 123 亿美元。这类核减给这些企业带来了巨大的灾难。二次抵押贷款问题日益严重。花旗集团在次贷危机前正在开展“富裕生活”的活动，意在鼓励房屋所有者进行二次抵押贷款以使他们生活得更宽裕。二次抵押贷款的回报率很高，因此对银行来说，这是一项奢华的业务。但 2008 年二次抵押贷款违约率比首次抵押贷款高 50%。低利率吸引房主们进行抵押贷款再融资，2008 年 1 月再融资数量增加。2004 年 3 月再融资申请达到最高点。

从 2007 年 7 月到 2008 年 2 月，抵押贷款公司重构 100 多万笔抵押贷款，放宽贷款条件以避免房主丧失抵押品赎回权。其中，73% 的调整允许借款人补交拖欠的还款或者将拖欠的还款转为抵押贷款本金，只有 27% 的调整的涉及降低利率、豁免部分本金和展期。

2008 年 1 月，已经调整的抵押贷款的一半属于借款人信用历史较好的“优先级”贷款，包含优先级贷款在内的止赎比率增长了 41%。一些州暂停没收抵押品，留给借款人更多的时间对违约的抵押贷款进行再融资。

到 2008 年 1 月底，30 年期固定期限抵押贷款利率平均为 5.48%。房地美、房利美和联邦住房贷款银行为 90% 的新发放抵押贷款提供了融资。房利美和房地美计划购买或担保 80% 的 2008 年新增住房贷款，此比例上一年为 55%。此种业务的拓展标志着它们遭遇会计问题后，政府抑制其业务活动的一种逆转。

危机高峰时期，证券交易委员会曾展开 36 项与次级贷款放款亏损相关的

调查。证券交易委员会成立次贷工作小组，主席克里斯多夫·考克斯向议会报告，他们正在建立应对次贷危机的多重反应机制。其实，有积极效果的机制根本没有建立起来。例证是美国国家金融服务公司2008年第一季度报告亏损8.93亿美元，针对它的强制性措施启动。美国国家金融服务公司成为证券交易委员会、州检察长及一些集体诉讼案件的调查对象。证券交易委员会核查美国国家金融服务公司是否为预防次贷损失计提了足够的储备。

随着美国联邦调查局（FBI）调查美国国家金融服务公司证券欺诈，2007年3月次贷危机中的刑事犯罪认定高调启动。FBI调查美国国家金融服务公司是否如实地向股东揭示了公司财务状况。当媒体报道该公司信贷文件中通常存在错误或者有疑问的信息后，反对美国国家金融服务公司的呼声进一步高涨。佛罗里达州、伊利诺伊州和加利福尼亚州对媒体报道的信息作出反应，于2008年6月指控美国国家金融服务公司在这些州的贷款发放中存在虚假信息和欺诈行为。

2008年1月，联邦政府成立任务小组对抵押贷款行业进行调查。参与者包括FBI、美国国税局监察局，以及纽约、洛杉矶、佛罗里达等几个州的检察官。他们调查放款机构是否鼓励借款者通过虚高收入数据来获得他们本无资格获得的贷款。2008年4月，司法部长迈克尔·穆凯西（Michael Mukasey）因拒绝成立像调查安然事件那样得力的任务小组来调查次贷放款机构而受到严厉批评。他平静地回应说，只有先知晓任务，然后他才能成立任务小组。

奥巴马到任后，司法部宣布，原来因起诉安然丑闻建立的、总统直接管辖的“公司欺诈调查组”将扩大到6个新部门，主要处理抵押贷款和证券化中的欺诈案件。2009年3月，民主党参议员呼吁成立跨部门的经济危机金融犯罪任务小组，主要起诉与次贷危机相关的犯罪。美国布鲁克林地区检察官办公室成立由纽约州监管人员参与的任务小组。

2007年抵押贷款欺诈案件增加到1200起，2003年为436起。检察官们竞相起诉更多的次贷案件。布鲁克林地区检察官办公室在此项工作方面的热情超过了曼哈顿，2008年的第一个月，约有400人因与贷款相关的犯罪行为被指控。“恶意房贷按揭”形成144项起诉。FBI认为，这些犯罪造成的损失超

过 10 亿美元。2008 年 5 月，FBI 宣布已经在全国范围内派出 34 个任务小组，调查抵押贷款特别是次级贷款。一项 FBI 犯罪调查发现，贷款经纪人向客户收取昂贵的费用后，并没有向客户发放贷款。

瑞信证券（Credit Suisse Securities）的两个经纪人被指控误导客户担保债务凭证的投资属性。被告告诉投资者，他们将资金投资于联邦政府担保的、安全的学生贷款。事实上，投资方向包括存在风险的家庭汽车放贷及其他次级放贷。2008 年 3 月，联邦检察官指控加利福尼亚的 19 个人贷款欺诈，这些“投资者”将贷款发放给不能满足还款条件的房主。“投资者”通过银行对贷款进行再融资，从而窃取在房屋基础上累积的财富。

纽约首席检察官安德鲁·科莫调查华盛顿互助基金，调查它是否向估价公司施压，促使估价公司采用特殊估价方法提高估价，保证房产比真实估价获得更多的抵押贷款。科莫将次级贷款调查扩展到房利美、房地美。这引发了管辖权的争议，因为这两个政府支持企业都拥有联邦特许，并由联邦机构监管。房利美、房地美与科莫达成协议，这两家公司同意有效规范业务行为准则，只从拥有独立估价官的放款方那里购买抵押贷款。有人指责科莫推行的行为准则增加了借款人的成本。由于房利美和房地美控制着全国绝大多数抵押贷款市场，这种行为准则实际上将在全国范围内应用，并应用于绝大多数抵押贷款。

危机持续

随着次贷危机日益严重，财政部的行事态度发生转变，对房利美和房地美实施更少而不是更多的监管。美联储因没有察觉到银行业在次级抵押贷款市场存在的巨大风险而受到国会的攻击。国会质疑既然之前安然事件已经因表外业务出现问题，为何美联储还是容许表外结构性融资工具业务不断增长并呈现出如此高的危险。

2008 年 2 月，财务会计标准委员会开始重新检查表外工具的处理方式，但强大的行业游说尽力使这些业务不进入表内。2008 年 4 月，财务会计标准委员会发表指导意见，允许银行自 2009 年第二季度开始，不再受公平价值会

计准则约束，这一会计准则会要求银行按照与其真实价格不相关的出清价格对持有的抵押贷款定价，导致银行巨额资产核减。伯南克向国会表示，他预计一些银行将会破产，但经济不会衰退或重回滞胀，人们对价格上涨和经济增长放缓的滞胀尤为担心。

应财政部部长亨利·鲍尔森的请求，几家大型抵押贷款放款机构同意创建新的程序，对有困难的次级贷款借款者采用使其更具还款能力的条款，对抵押贷款进行再融资或冻结 5 年浮动利率。鲍尔森同时请求抵押贷款放款机构放宽次级贷款及以上级别的贷款条件。他指出，优先级抵押贷款中止赎也在增加。这相当于布什总统之前所推出计划的延伸，按照计划，布什总统要求冻结 2008 年初将要重置并提高的次级贷款利率。

布什总统在 2008 年 1 月关注到经济放缓。国会和白宫针对经济问题存在巨大分歧，他们之间难以达成任何促进经济增长的协议。2008 年 2 月 28 日，财政部部长鲍尔森表示，布什政府反对国会民主党提出的计划。该计划提议救助违约的住房抵押贷款借款人。与后来发生的事形成讽刺的是，鲍尔森当时断言不应该对不负责任的放款人及投机者提供救助。相对应地，他提出出台以市场为基础的规范措施解决日益增加的抵押贷款问题。总统候选人、参议员约翰·麦凯恩也反对政府在次贷危机中实施救助计划。他认为政府没有责任去救助不负责任的大银行抑或小型的借款人，并指责危机缘于“猖獗的套利”。

马萨诸塞州民主党代表、房屋金融服务委员会主席巴尼·弗兰克表示欢迎出台任何符合成本收益原则的监管措施。他非常赞同政府救助并希望由联邦住房管理局担保，对次级贷款提供再融资。弗兰克希望国会同意拿出 200 亿美元，由联邦住房管理局对抵押贷款支持的结构性融资工具进行再融资。参议员多德则建议用同样规模的资金建立新的“房屋所有权保护公司”（Home Ownership Preservation Corporation）。鲍尔森反对这些提议。

迫于“有所作为”的压力，布什政府提出总额 1400 亿美元的经济刺激计划。2008 年 2 月 8 日，布什和国会领导人达成了规模更加庞大的 1680 亿美元的刺激方案，这些资金主要用于对 1.2 亿个家庭进行退税，退税数额为 300～

1200 美元。这个解决方案似乎令人难以理解，因为 2001 年政府为防止经济衰退曾采取过类似的退税措施，但收效甚微。保守党指责布什政府没有坚持在刺激方案中包括永久性减税措施来提升行业信心。

根据经济刺激计划，联邦住房管理局担保贷款限额提升至 70 万美元。但是，联邦住房管理局在 2008 年面临成立 75 年来的首次赤字。按照刺激方案，房利美和房地美担保的住房抵押贷款上限也由 41.7 万美元提高到 62.5 万美元。房利美宣布，公司正在筹划贷款重组程序以解决那些房屋价值低于抵押贷款的房主的问题。

总统金融市场工作小组提出，大幅度改革证券化交易监管，同时对抵押贷款发放过程实施监管。总统金融市场工作小组希望让公众更多地了解结构性融资工具的风险特征，并建立此类工具的特别评级体系。此外，总统金融市场工作小组还希望提升对表外交易的风险披露及风险管控。

拍卖利率证券市场

拍卖利率证券（ARS）属于货币市场投资工具，这种长期债券通过周期性的拍卖，依据市场利率来重置投资工具利率。

换句话说，拍卖利率证券是一种长期债券，它的利率以短期市场利率为基础。拍卖利率证券的利率按照荷兰式拍卖设定，利率设定的时间间隔包括 7 天、28 天、35 天和 49 天。

……拍卖利率证券可以利用债券或优先股的形式来发行，属于货币市场类型工具。需要特别注意的是，拍卖利率证券的久期很长或根本不会到期，这类产品出售给富有的个人（以减少缴税）和公司（不减少缴税，意在增加公司资产负债表的流动现金），是货币市场基金的替代品。[①]

市政和其他非营利机构曾大量发行这类拍卖利率证券。学生贷款拍卖利率证券市场也非常活跃，许多个人投资者用此进行短期投资，投资的门槛额

---

① Amod Choudhary, "Auction Rate Securities = Auction Risky Securities," *Duquesne Business Law Journal* 11 (2008): 24 -25.

大约是2.5万美元。拍卖利率证券的主要发行机构包括花旗集团、瑞士联合银行、摩根史丹利和美林，一些投资银行也提供这种产品。当证券首次承销时，需要向经纪公司支付证券发行费，并且经纪公司还会收取相当于拍卖证券价值0.25%的年费。当证券存在利率互换交易时，经纪公司还将额外收费。

2008年2月，拍卖利率证券市场债务存量约为3300亿美元。2008年第一季度，谷歌、宝浴（Bed Bath and Beyond）、比亚迪、星巴克等400多家公司在这个市场上都有大量投资。拍卖利率证券的回报率通常比货币市场基金高1个百分点，因此对于那些寻求高流动性的大型短期投资者非常有吸引力，但是流动性依赖于拍卖的成功。投资者通过拍卖出售头寸并为新的投资者重置利率。

拍卖利率证券市场也曾出现过问题。1989年涉及移动银行（MBank）的拍卖失败导致了违约。2006年证券交易委员会指控包括贝尔斯登、摩根证券、高盛和雷曼兄弟在内的数家投资银行操纵拍卖，通过确保成功拍卖为部分客户输送利益，而使另一部分客户利益受损。与次贷危机中这一市场的冻结相比，这些问题都是小问题。

2008年2月的第二周，有800亿美元的拍卖利率证券拍卖流拍，买方拒绝提供足够的流动性参与拍卖。4月的某天超过500笔、拍卖总额达270亿美元的证券拍卖最终流拍。许多拍卖利率证券规定，如果拍卖流拍，持有人将获得低于伦敦银行间拆借利率的利息，直至有新的购买者进入市场，开始新的拍卖。这意味着持有人或者以高折扣卖掉证券，或者只能获得非常低的利息。如果流拍，拍卖利率证券将给持有者带来意想不到的流动性问题，但这毕竟属于拍卖冻结后利率非常低带来的流动性问题，而非支付违约。流动性问题可以在再融资恢复前，通过以拍卖利率证券作为抵押来获得保证金贷款而部分地解决。

拍卖利率证券市场问题在2008年5月逐步缓解。有25%的证券获得了再融资。余下的拍卖利率证券市场有望在2008年底进行再融资从而使投资者重新获得资金。最大的问题出现在学生贷款拍卖利率证券上，流拍后重置利率非常低，甚至为零利率。因此，发行机构没有意愿对这些证券进行再融资。

的确，许多发行机构在学生贷款市场上遭受损失，这种方法可以帮助这些机构减轻损失。花旗集团、美洲银行和瑞士联合银行与学生贷款管理机构协商减少限制以防止流拍，但放款机构更关注低利率。

面对监管机构的施压及投资者诉讼带来的威胁，许多投资银行同意回购发行的拍卖利率证券。2008 年 9 月，美洲银行同意回购 45 亿美元拍卖利率证券，摩根士丹利同意回购 45 亿美元。互助基金的管理机构纽文投资同意对旗下基金发行的 43 亿美元拍卖利率证券进行再融资。但是，再融资以龟速推进，直至 2009 年也没能完成。最后一个名为第二市场（SecondMarket）的公司以 13% 的折扣购买了这些冻结的拍卖利率证券。

本已面临麻烦的花旗集团宣布计划回购超过 70 亿美元的拍卖利率证券。花旗集团也同意向州监管机构支付 1 亿美元罚款。纽约检察长安德鲁·科莫和其他 48 个州的监管人员指控花旗集团在拍卖利率证券拍卖中歪曲事实。另一个面临麻烦的银行瑞士联合银行调低拍卖利率证券的初始价值，这意味着那些本认为其资金具有完全流动性并且毫无风险的持有者将遭受损失，瑞士联合银行的客户平均核减证券价值 12%。迫于以安德鲁·科莫为首的检察长们的压力及集体诉讼的威胁，瑞士联合银行宣布回购 190 亿美元的拍卖利率证券。2008 年 8 月，瑞士联合银行同意回购 410 亿美元拍卖利率证券作为部分条件，了结检察长们的指控，并支付 1.5 亿美元罚金。

瑞士联合银行同意向马萨诸塞州市民支付 3500 万美元，在拍卖利率证券销售给这些市民之前，银行曾告知这些市民，该产品具有完全流动性，当流拍后这些投资冻结。银行还另外支付 440 万美元来了结马萨诸塞州关于银行误导投资者的指控。令人惊奇的是，其中的 100 万美元被用来培训政府官员如何投资于政府基金。

财政部前官员、瑞士联合银行总顾问戴维·奥夫浩泽（David Aufhouser）被指控在意识到市场将出现问题后，没有告知客户，仍然进行销售。他从银行辞职，同意放弃 600 万美元薪酬，并支付 50 万美元罚金。此外，他被禁止两年内从事证券业和法律行业工作。另一个瑞士联合银行高管戴维·舒尔曼同意向纽约总检察长安德鲁·科莫支付 275 万美元，了结针对他得知拍卖利

率证券市场将失去流动性的内部信息而出售个人拍卖利率证券的指控。2010 年瑞士联合银行还收到另一份不利仲裁，为了补偿凯捷（Kajeet Inc.）公司拍卖利率证券账户冻结，瑞士联合银行同意向凯捷公司支付 8100 万美元，这相当于该公司投资账户余额的 10 倍。

10 个州的证券监管机构选择美联证券作为调查拍卖利率证券市场影响力的目标公司。美联证券同意向投资者归还 85 亿美元的拍卖利率证券销售收入。2009 年美联证券与证券交易委员会达成类似协议，同意支付 5000 万美元罚金。2009 年 3 月美联和花旗集团因拍卖利率证券指控，被迫向加利福尼亚投资者支付 47 亿美元，并支付 1200 万美元给监管机构。美洲银行与加利福尼亚州达成协议，回购在该州销售的 30 亿美元拍卖利率证券。在另外一项案件中，美联银行和花旗集团同意支付 8.8 亿美元了结密歇根州的拍卖利率证券指控。摩根士丹利归还拍卖利率证券投资者 45 亿美元，并承担 3500 万美元罚款。摩根大通同意返还拍卖利率证券投资者 30 亿美元并接受 2500 万美元罚款。

美林银行因次贷损失已经举步维艰，还要承受拍卖利率证券业务的打击。马萨诸塞州指控美林银行指使合作企业的金融分析师在评价销售的拍卖利率证券时存在欺诈行为。该州指控美林银行高管弗朗西斯·康斯特布尔（Francis Constable）向美林研究部门施压，令其收回马丁·莫罗（Martin Mauro）批评拍卖利率证券市场的报告，该报告会对拍卖利率证券市场造成不利影响。该州进一步指控美林，在公司高管知晓拍卖利率证券市场面临困境的情况下，仍然在销售推介中做积极的陈述以推进销售。显然，证券交易委员会和斯皮策在处理安然事件时，金融分析师的安排并没有取得太多实际效果。无论如何，美林银行与州官员和证券交易委员会达成协议，回购 100 亿～120 亿美元拍卖利率证券。

科莫和其他 48 个州的检察长继续展开对拍卖利率市场的广泛调查。2008 年 8 月，三家投资银行与这些监管者达成总体协议。高盛同意回购 15 亿美元零售投资者的拍卖利率证券，并支付 2250 万美元罚款。德意志银行同意回购 10 亿美元拍卖利率证券，并支付 1500 万美元罚款。科莫和其他监管者迫使经

纪机构总计回购600亿美元拍卖利率证券。但仍有400多个机构持有的超过200亿美元没有包括在以上这些了结的案件之中。

查理斯·施瓦布(Charles Schwab)的嘉信公司拒绝达成和解,2009年8月被科莫起诉。施瓦布指责有关机构将拍卖利率证券问题归咎于发行机构的做法。嘉信公司的创建人及贴现经纪业务的先锋人物施瓦布决定反击。他在《华尔街日报》专栏文章中回应,他的公司并没有向客户推荐拍卖利率证券,因为他的贴现经纪公司不提供该项服务[①]。原则上,贴现经纪公司不负责保证客户的投资与他们的个性化需求一致。与提供全方位服务的经纪公司"匹配性"要求不同,贴现经纪公司并不向客户推荐产品。施瓦布认为,如果贴现经纪公司要对客户的购买负责,需要成为全方位服务经纪公司,而且客户需要缴纳较高的交易费用。2008年11月,马萨诸塞州监管者指控奥本海默(Oppenheimer)高管在向客户提示问题以前,将他们个人持有的300万拍卖利率证券变现。加拿大皇家银行同意回购8.5亿美元拍卖利率证券。2009年7月,美国贸易控股公司(TD Ameritrade)与科莫、证券交易委员会和宾夕法尼亚当局达成协议,同意回购4.56亿美元拍卖利率证券。富国银行同意归还拍卖利率证券客户14亿美元。

拍卖利率证券的联邦犯罪调查重点关注到瑞信银行的两个前银行家。其中一个叫朱利安·佐罗夫(Julian Tzolov),他在被审判的数周前逃亡保加利亚,成为逃亡犯。2009年7月他在西班牙被捕,面临着多项指控,其中包括在拍卖利率证券风险方面误导投资者。瑞信银行的另一个银行家艾瑞克·布特莱(Eric Butler)在2009年8月被陪审团认定歪曲拍卖利率证券风险罪名成立。布特莱被判入狱5年并处罚金500万美元。

美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)因拍卖利率证券而追查加利福尼亚城市证券公司(City National Securities in California)、纽约的梅隆资本市场(BNY Mellon Capital Markets)、芝加哥的哈瑞斯投资者服务中心(Harris Investor Services)。这些机构同意回购6000万美元拍

① Charles R. Schwab, "Brokers Aren't Responsible for Bad Bets," *Wall Street Journal*, August 19, 2009.

卖利率证券并支付总计70多万美元的罚金。金融业监管局建立了专门处理拍卖利率证券客户投诉的仲裁程序，处理因拍卖利率证券投资资金冻结而造成利润损失和机会成本等案件。金融业监管局还要求瑞信银行向一家机构账户支付4.06亿美元，因为瑞信银行未经这家机构授权将该客户的基金投资于拍卖利率证券。

区联邦法庭按照联邦证券法取消对北方信托证券（North Trust Securities）的集体诉讼，北方信托证券已经将投资于拍卖利率证券的资金返还给投资者。法庭认为原告在投资额以外无其他损失。[①]针对美国瑞杰金融集团（Raymond James Financial）拍卖利率证券销售的集体诉讼也被取消。

更多问题出现

2008年2月20日，原油价格首次报收于每桶100美元之上。2008年2月29日，道琼斯工业指数跌到12266.39点，同日美元相对于欧元的价格创下新低，在危机期间美元汇率共下跌40%。制造业活动在2008年2月达到5年内最低水平，建设支出也在收缩，2月，工作岗位减少63000多个，为5年来最高值。2月，汽车销售下降10%。就连伯克希尔·哈撒韦也遭遇起伏，2008年2月底，报告的投资利润下降18%。沃伦·巴菲特在2008年2月公开指出，美国在“任何基本常识定义上”进入经济衰退。

2008年2月29日，《纽约时报》和《华尔街日报》都通过报道表达了对于那些因房屋价值低于贷款额而放弃房产及贷款的房主的关注。当月房主持有房屋产权的比率下降到48%。新房屋开工率下降，房屋建筑许可的批准数量降至16年来最低值。有些地区止赎房产数量超过了新房销售数量。2008年2月，房屋价格年环比下降12.7%。2月，私人破产备案申请比上月增加18%，平均每天有400份破产备案申请，这是自2005年国会提高消费者破产申请难度后的最高数量。2008年2月，零售业销售好于预期，但仍然较弱。

债务工具价格下跌，推高了产品收益率。由于信用等级下调，需要增加4

① *Aimis Art Corp. v. Northern Trust Securities, Inc.*, Civ. No. 08-8075 (SDNY August 6, 2009).

亿美元保证金，阿拉巴马州伯明翰市面临破产。证券交易委员会指控伯明翰的市长拉里·朗弗德（Larry Langford）接受了投行朋友的15万美元，该投行通过在该市发行市政债券和互换协议获得收入。这个市长的朋友是布朗特帕里什银行（Blount Parrish）总裁威廉姆·布朗特（William Blount），证券交易委员会一直未能成功起诉并阻止布朗特在市政债券发行中的“付钱参与”贿赂行为[1]，因此他一直是证券交易委员会的鲠中刺。“付钱参与”是指市政债券的发行商向政府官员输送政治利益以赢得发行业务。

证券交易委员会指控市长朗弗德选择布朗特帕里什投资银行负责杰斐逊县2003年、2004年所有市政债券发行及以证券为基础的互换协议，布朗特帕里什投资银行共计获得670万美元收入。朗弗德和布朗特利用政治说客的名义掩盖贿赂事实。这是证券交易委员会首次处理以证券为基础的互换协议的案件。朗弗德、布朗特以及那个政治说客艾·拉皮尔（Al LaPierre）都受到了指控。布朗特和拉皮尔服罪，并为揭发朗弗德作证。鉴于两人的合作表现，减刑为4年。刚开始朗弗德拒绝服罪，结果受到了更多的指控。陪审团判定朗弗德有罪入狱15年，当时他已经62岁了。此案审理过程中还披露，朗弗德曾在政治支持者的俱乐部500多次赌博中头奖，赢得150多万美元。

其他市政府也面临信用衍生品所造成的损失，购入信用衍生品本来是为了在美联储升息周期免于利率上升造成的损失。次贷危机期间持续降息时，按照衍生品合约规定，市政府面临巨额支付。根据一份衍生品合约，洛杉矶每年需要支付给纽约梅隆集团2000万美元。德克夏（Dexia SA. Ambac）银行起诉加利福尼亚州海湾地区收费管理局（Bay Area Toll Authority），按照互换合约，后者还要支付5200万美元，之前该管理局已经支付给前者1.046亿美元。纽约、新泽西、马萨诸塞、俄勒冈、芝加哥、费城、丹佛和堪萨斯等州及当地政府也因类似交易遭受了损失。威斯康辛学区因投资担保债务凭证损失3500万美元，而且还将面临1.5亿美元损失。威斯康辛学区指控加拿大皇家银行和其他银行在交易中误导风险。

---

① *Blount v. Securities and Exchange Commission*, 61 F. 3d 938 (D. C. Cir. 1995).

2008年3月3日，原油价格达到每桶103.95美元，但是经过通胀调整后，这一价格却低于1980年4月第二次石油冲击中的每桶39.5美元。2008年3月5日，原油价格创下每桶104.52美元的新纪录。布什总统指责欧佩克石油输出国组织拒绝增加石油产量以维持高价伤害了美国经济。欧佩克回应称，高价缘于投机活动及美国经济的管理不善。美国能源部宣布，美国原油库存供应紧张，这一意外信息引发了市场更多的关注及担忧。受此影响，金价报收986.20美元。

2008年3月4日，加拿大降息0.5个百分点，但澳大利亚升息0.25个百分点。两天后，欧洲中央银行决定不提高利率，这将欧元兑美元的汇率推高至1.537美元的新纪录。美元相对日元也在贬值。

2008年3月4日，伯南克恳请银行和抵押贷款公司进一步努力通过缩减本金对贷款进行再融资以避免发生大范围止赎。他尤其关注那些抵押贷款余额高于房屋担保价值的情况。然而，波士顿联邦储备银行的研究发现，许多次级贷款止赎的原因是房价下跌时房主简单地直接退出。

美联储继续增加放款窗口。2008年3月的前两周，美联储提供4000亿美元贷款额度，并允许银行用更高风险的抵押品获得贷款，但这并没能阻止经济下滑。美联储应对市场下行，通过银行体系增加2000万亿美元短期放款额度。2008年3月9日，《纽约时报》的头版文章称，商业银行拒绝向高信用价值客户发放贷款是“非理性的悲观”。[①]包括125家公司数据、用来计算违约保险保费的指数在2008年3月大幅提高，这表明信贷市场恐慌增加。

2008年3月1日，花旗集团宣布解雇2000多名员工。3天后花旗股价跌破账面价值。2008年3月7日，道琼斯工业指数下降到11893.69点，年环比下降10%。标准普尔500指数在2007年10月至2008年3月间下降17%。道琼斯工业指数在2008年3月10日下跌150多点。但是，2008年3月11日，道琼斯工业指数5年来表现最好，上升400点。

原油价格在2008年3月12日达到了新纪录：每桶109.92美元。2008年

① Vikas Bajaj, “Downturn Tests the Fed’s Ability to Avert a Crisis,” *New York Times*, March 9, 2008.

3月通胀率达到4.3%，但是5年期财政保值证券（TIPS）收益率为负。美元相对于欧元汇率创下新低，更多的经济学家认为美国已经进入衰退。2008年3月11日，美联储向商业银行增加2000亿美元可用信贷，并允许使用私人的抵押贷款支持证券作为担保获得贷款。此前美联储只允许使用由政府支持诸如房利美、房地美、吉利美等企业发行的抵押贷款支持证券作为抵押品。2008年3月12日，财政部宣布将修订现有放款行业监管条例。财政部长鲍尔森表示，将对抵押贷款经纪机构实施监管。布什总统和英国首相戈登·布朗成立联合工作组，该工作组为两国银行体系的监控和监管出谋划策，并针对眼下的银行业危机提出应对建议。

2008年3月13日，标准普尔提高次贷相关损失预估。预计损失为2850亿美元，比此前预期高出200多亿美元。2008年3月中期，美国、加拿大、欧洲的金融机构已经核减的次贷证券存量价值总计达1800亿美元。为了让公众相信美国经济状况仍然处于可控范围，布什在2008年3月14日召开新闻发布会，表示拒绝保护性贸易壁垒，拒绝永久性减税以提高投资确定性。令人奇怪的是，布什痛惜地表示，许多美国大学不能或不愿修改课程计划，使学生能够在全球化的背景下竞争工作机会，这在当时并不是重要的话题。

原油价格在2008年3月14日达到每桶110美元。美国人3月的驾驶时间减少4.3%，这是1979年以来首次出现下降。2008年3月16日，美联储再次降息，降低银行贴现率0.25个百分点，贴现率降至3.25%。第二天金价升至1001.4美元的新纪录。2008年3月18日，美联储经过6次降息，将短期联邦基金利率降到2.25%。市场期待利率降低整整1个百分点，这样足以触发反弹。道琼斯指数上升420点，当天达到12392.66点。受投资者安全逃离市场的影响，两天后美国短期国库券收益率降至15年来新低。

2008年3月，加利福尼亚发行17.5亿美元无保险的债券。市政债券利率飞涨。优质30年期免税市政债券平均收益率从2008年1月的4.25%上涨到5.14%。加利福尼亚公务员退休人员基金因投资于本州未开发的房产，面临近10亿美元投资损失。此基金还因激进的房产投资遭受到损失，到2008年6月，投资房产价值已经损失60亿美元。

2008年3月，托尔兄弟因为合资公司退出项目出现新问题。托尔兄弟、KB房产和莱纳房产（Lennar）收到了拉斯维加斯项目7.65亿美元的债务违约通知，在信贷紧缩前该地区是整个美国经济增长速度最快的地区。开发商布鲁斯·埃希纳因拉斯维加斯赌场酒店项目，从德意志银行获得的7.6亿美元贷款违约。

传统中小企业放款机构美联信集团因次级贷款投资及信贷紧缩，可获得信用减少而陷入困境。2008年3月21日，该公司信用枯竭，73亿美元备用信用额度全部用完。2008年3月5日，由于担心其抵押贷款风险敞口，公开交易的凯雷互助基金交易对手要求增加担保保证金，造成凯雷互助基金违约，由此出现更多问题。基金股权交易暂停。

2008年，次A级抵押贷款规模超过5000亿美元。美国第二大独立抵押贷款公司、抵押贷款资产达250亿美元的桑恩伯格抵押公司（Thornbury Mortgage，以下简称桑恩伯格）也陷入了困境。该公司专门从事次A级抵押贷款，该类贷款报告违约率仅为0.44%。然而，桑恩伯格赖以融资的短期商业票据市场的放款者，不再认可公司抵押贷款为证券进行短期融资。由于瑞士银行和其他金融机构对表现良好的次A级抵押贷款也开始减值，放款机构纷纷开始要求补充保证金。桑恩伯格在2008年前两个月收到超过17亿美元补充保证金的通知。3月6日，桑恩伯格保证金违约额达6亿美元，公司股票价格从2007年的30美元下降到2008年3月10日的0.69美元。

审计者开始质疑公司的继续生存能力。2008年3月19日，桑恩伯格股票又一次遭遇出清，因为当时债权人要求公司在一周内筹资10亿美元。公司股票的价格又下降了50%。桑恩伯格首席执行官拉里·格莱斯顿（Larry Gladstone）指责称，造成公司陷入困境的原因是公平价值会计方法，此会计方法迫使公司大幅减记表现良好且无售出计划的资产。桑恩伯格在2008年4月重新开始放款，但并不顺利，不久公司因无法与债权人达成一致而宣布清算。

随着房屋销售的减少，中小规模家庭住房建造商也面临危机。在房地产繁荣时期向开发商发放大量贷款的区域型和本地型银行面临威胁。电子贸易金融公司（E * Trade Financial Corporation）也因为抵押贷款相关损失陷入困

境，公司首席执行官贾勒特·利立安（R. Jarrett Lilien）于2008年3月19日辞职。2008年3月，政府预计在未来的12个月里，将有大约330万个房主抵押贷款违约。

2008年3月，受放款机构提高汽车贷款发放标准影响，汽车销售继续下降。当月美国的三家主要汽车制造商及丰田汽车销售量都出现两位数的下降。福特汽车公司2008年第二季度亏损87亿美元，3月，公司同意以23亿美元的价格出售路虎和捷豹两个品牌，该价格约为1989年公司购入这两个品牌成交价格的一半。汽车销售预计显示，2008年余下月份的汽车销售前景也暗淡无光，估计为15年来最低点，其他领域的制造业活动也在减少。

更为惨淡的是，美国的社会保障总署（Social Security Administration）信托基金2008年3月宣布，社保计划将在2041年失去支付能力，后来又提前到2037年。医疗保障计划预计保持支付能力到2019年，后来又延长到2029年。布什政府提议要求富人为处方药缴更多的钱。这些提议明显地预示着未来的走向。这些计划在破产以后，就会由之前兜售给公众的储蓄项目转变为需求为主的福利项目。

股票市场经常以提供所有投资工具中最高的收益率而博得眼球。然而，1999年到2008年中期，股票市场的业绩并不突出，对投资者而言，投资于美国国库券与投资于股票的回报持平或更好。最受欢迎的是一种由上市公司发行的面值为1000美元的可转换票据，期限一般为3个月到1年，属于有利息息票。如果发行公司普通股价格没有跌破“预设堡垒”水平，到期时投资者收回本金；如果股价跌破这一水平，发行公司将以股票（按折合价值计算）代替本金还给投资者。

贝尔斯登破产

2007年两个互助基金的失败使贝尔斯登陷入挣扎。媒体攻击贝尔斯登董事会主席和首席执行官詹姆斯·凯恩（James E. Cayne），互助基金问题发酵的时候他居然在周末花费大量的时间去打高尔夫。互助基金崩溃危机的高峰时刻，凯恩和沃伦·史佩克特都不在公司。他们都在那什维尔参加为期10天

的桥牌比赛。凯恩曾在芝加哥卖废铁，是世界级的桥牌选手并热衷于高尔夫。因媒体的攻击，凯恩在2008年1月辞去首席执行官职务，由埃伦·斯瓦兹（Alan Schwartz）继任，斯瓦兹是投资银行家，几乎没有任何贝尔斯登核心业务交易操作经验。

凯恩仍留任贝尔斯登董事会主席，他和公司执行委员会成员宣布将放弃2007年奖金。但是，贝尔斯登已经失去了华尔街的信任，客户纷纷撤资并要求追加交易敞口担保。追加担保要求多来自互助基金，许多大型机构，包括高盛、城堡投资集团和鲍尔森公司在内，急剧缩减与贝尔斯登的交易敞口。斯瓦兹指责这些卖空者为了增加自己的利润加剧了出清，耗尽了公司的流动性。

2008年3月，因贝尔斯登依靠在回购市场上获得短期贷款为它的长期抵押贷款资产融资，公司流动性危机进一步加剧。北石也犯了类似的错误，他们也是通过短期借款为其抵押贷款提供资金来源。2008年3月10日，为贝尔斯登1000万美元的一年期债务进行担保的费用达到64万美元，不过交易日回落到59万美元。2008年3月13日，从贝尔斯登撤资达到高峰，公司不得不动用150亿美元现金储备，以满足客户提取资金的要求。贝尔斯登流动性危机迅速恶化的声明及这个充满故事的机构行将倒闭的谣言震动了华尔街[①]。贝尔斯登破产将影响到5000个公司未完成的交易及75万份衍生品合约。

美联储和摩根大通联合对贝尔斯登进行救助。联邦政府担心贝尔斯登的失败将会加剧本已困难重重的金融体系的恐慌。最初摩根大通同意向贝尔斯登提供巨额担保贷款，同时从美联储借入相同数额的资金。贝尔斯登不是银行，所以不能直接从美联储借款。2008年3月14日，该计划安排公之于众，希望能够阻止从贝尔斯登挤提资产。这一目标并没有达到，贝尔斯登股价继续下跌，资产挤提继续，公司面临破产。

2008年3月16日，摩根大通同意以2.36亿美元收购贝尔斯登，后者股票估值是每股2美元，而2007年的股价是每股170美元。[②]与收购价格相比，

① William D. Cohan, *House of Cards*.

② Kate Kelly, "Inside the Fall of Bear Stearns," *Wall Street Journal*, May 9 - 10, 2009.

2004—2006年，贝尔斯登排名前五位高管的薪金总和为3.81亿美元。如财政部官员所说，摩根大通收购贝尔斯登的价格甚至低于美国足球队开给大卫·贝克汉姆的2.5亿美元薪金。财政部长鲍尔森尽力争取低价竞标，防止公众指责政府救助股民。

摩根大通向美联储贷款300亿美元来提供流动性，摩根大通同意承担抵押品的首个10亿美元损失。如果抵押贷款违约超过这一数值，损失由纳税人承担。2008年6月底，用来为美联储救援计划提供担保的贝尔斯登资产损失价值已达10亿美元，也就是耗尽了由摩根大通承担的担保缓冲损失份额。那些抵押品证券的价值本来就存在不确定性。黑石集团被指定管理贝尔斯登放弃的300亿美元担保资产，2009年费用收入达数百万美元。

有消息披露，美联储还曾借给贝尔斯登250亿美元，这笔款项在设立不久的为一级交易机构提供借款计划下提供。即使并购没有成功，摩根大通也可以选择以优惠的价格购买贝尔斯登办公大楼，还可以每股2美元的价格购入20%的贝尔斯登股权，这一股价与收购贝尔斯时登时开给股东的价格相同。贝尔斯登员工持有约30%的公司股票，他们对此非常不满，希望寻求替代方案。

在贝尔斯登员工就摩根大通交易与股东不断斗争的时候，2008年3月18日，贝尔斯登的股价已经上涨到每股8.5美元。面对这种不利情况，复活节后摩根大通将收购价由2美元提高到10美元，股东们接受了这一出价。摩根大通接手贝尔斯登后，凯恩以6100万美元的价格出售了他持有的公司股份，这些股份曾估值10多亿美元。

由于对贝尔斯登生存能力的担忧，在周日下午美联储的救助行动之前，贝尔斯登在周四发生类似银行挤提的情况，客户大规模提取资金和其他资产。美联储发起救助的动因是所有公司都拒绝与贝尔斯登进行业务交易，回购交易市场的交易方也拒绝接手贝尔斯登的商业票据。如果其他公司也发生这样的情况，4.5万亿美元回购市场的稳定性将岌岌可危。救助贝尔斯登的消息公布后，《纽约时报》在头版登出大标题“华尔街的多米诺理论”，折射出对后续更多救助行动的担心。道琼斯工业指数降至11951.09点。

摩根大通首席执行官杰米·戴蒙（Jamie Dimon）成为华尔街的新神话。戴蒙使得摩根大通免于深陷次贷市场的泥潭，沉着冷静地接受信贷紧缩的洗礼。戴蒙倡导“堡垒式资产负债表”的理念，也就是资产结构配置要经得起市场危机的考验，不能有过度的风险敞口。2006 年 10 月，摩根大通的管理人员注意到，次级抵押贷款延迟还款数量增加，信用违约互换的成本也在增加。戴蒙命令银行工作人员减小次级债务敞口。接下来的几个月，摩根大通共卖掉约 120 亿美元资产组合中的次级抵押贷款，并停止交易此类产品。贝尔斯登营救使戴蒙迅速成为像摇滚歌星一样的人物。确实，这次救助如同 1907 年经济恐慌时期摩根大通救助信托公司的翻版。

在因桑迪·威尔女儿升职一事双方发生分歧之前，戴蒙显然是花旗集团威尔的继任人。威尔解雇了继任候选人，戴蒙离开纽约，加入总部位于芝加哥的全美第六大银行芝加哥第一银行。戴蒙成功运作了第一银行和摩根大通的合并，并在两家公司合并后，擢升首席执行官。戴蒙证明自己是成功的管理者。与此同时，花旗集团的威尔启用查尔斯·普林斯简直就是灾难。戴蒙执掌帅印后，启动削减成本活动，避免落入次贷市场的困境。尽管如此，摩根大通 2007 年第四季度的收入还是比前一年下降了 34%。2008 年 5 月底，公司发生 97 美元与收购贝尔斯登相关的费用。

在贝尔斯登走向崩溃的过程中，证券交易委员会所起的作用全无亮点。2005 年，证券交易委员会对贝尔斯登抵押贷款相关资产定价方式进行调查，但案件结案后并没有采取任何后续行动。证券交易委员会的监察长越来越像迷你的艾略特·斯皮策，在证券交易委员会看来也是肉中刺。他于 2008 年 10 月发表报告，批评证券交易委员会迈阿密办公室负责人与贝尔斯登一名律师的关系，该律师曾是证券交易委员会成员。贝尔斯登在那次调查前后对资产进行了不一致的估价，以避免 2007 年核减资产。尽管贝尔斯登已经提出了补偿方案，但证券交易委员会还是得出结论：资产估值并不重要，调查结束。证券交易委员会监察长内部报告认为，迈阿密办公室负责人行为不当，与贝尔斯登的律师交往过密。但证券交易委员会行政法官持不同意见，认为证券交易委员会成员无行为失当。

2008年9月26日，证券交易委员会监察长又发表报告，认为证券交易委员会忽视了贝尔斯登风险暴露方面的众多预警。报告指出，如果证券交易委员会及时采取措施，或许可以挽救贝尔斯登。更为尴尬的是，仅仅在贝尔斯登向美联储申请紧急救助两天前，证券交易委员会还宣布，他们认为贝尔斯登的头寸状况和资本储备正常。

批评者们拷问证券交易委员会为何没有意识到投资银行面临的风险。证券交易委员会主席克里斯多夫·考克斯辩称，问题在于投资银行将风险变动移到了表外，而安然事件正是由此浮出水面。考克斯受到广泛指责，2008年6月的《华尔街日报》在头版文章中指责考克斯在贝尔斯登危机中的消极作用。有报道说，考克斯没有接听非常重要的电话，而且还拒绝中断他计划的加勒比海度假。

2008年7月，美联储和证券交易委员会达成了未来共同协调合作的协议。由于贝尔斯登危机中美联储和证券交易委员会之间并无沟通协作，因此此种协议很有必要。贝尔斯登同意支付2800万美元用于了结联邦贸易委员会对公司不当次贷市场操作行为的指控，包括未经授权对推迟付款收费、财产检查和修改贷款。

2008年3月16日，救助贝尔斯登的同一天，美联储宣布批准大型投资银行从美联储获得无特定限额贷款。投资银行可以用抵押贷款支持证券作为贷款担保。美联储此计划认可的担保品包括债券、抵押贷款支持证券、担保债务凭证和市政债券。这些工具必须由至少两家评级机构进行投资等级评定，同时标注市场价格。美联储对投资等级的要求，再次强调了评级机构在信贷市场中所发挥的重要作用。

布什政府因救助贝尔斯登会形成道德风险而受到指责，其他机构面临破产时也会期望等到政府的紧急救助。与此同时，房主们持续受到房产止赎的威胁，却得不到任何政府的帮助。布什政府拒绝接受一些帮助房主的建议，因而批评的声音加剧，人们指责政府只保护贝尔斯登的股东，而不愿保护普通的房主。财政部长鲍尔森表示，贝尔斯登的股东损失巨大，他们眼看着公司股价从2007年的每股170美元降到摩根大通收购价的每股10美元，而且

2007 年曾救助贝尔斯登走出对冲基金和抵押贷款亏损危机的投资者们，此次也遭受了巨大损失。著名的金融家约瑟夫·列维斯（Joseph Lewis）在贝尔斯登股价为每股 100 美元时曾投资 10 亿美元，此次遭受了 90% 的投资损失。

鲍尔森希望集中监管投资银行。他主张像监管商业银行一样监管投资银行，因为投资银行的行为模式与商业银行相似，这无疑是对证券交易委员会的痛击。此外，鲍尔森还希望评级机构能够区别对待结构性产品与其他证券如市政债券和公司债券的评级。他同时指出流动性不应该与信用度混淆。华尔街需要更好地进行风险管理。

第一季度的表现

美国经济 2008 年第一季度增长率为 1%，摆脱了衰退，但通胀率也在上升。国际货币基金组织预计该年全球通胀率增长 2.6%，为 1995 年以来最高值。2008 年第一季度，家庭财产净值减少 1.7 万亿美元，同时信用卡债务增加 9.5%。

许多美国人延迟还贷而导致信用评分下降。2003—2008 年期间，消费者债务支付增长近 40%，远远超过同期可支配收入 25% 的增长率。同期家庭房产信贷增长 8.1%，银行房产贷款损失也呈增长态势。

2008 年第一季度，业主所有的房屋占比仍然较高，达到 67.9%。尽管在 2008 年 3 月成屋销售下降 2%，但房价似乎开始稳定。当月贷款违约数量继续增长，但增长速度比上月放缓。房屋空置率在 2008 年第一季度末创下新高，达房屋总量的 2.9%。这意味着有 220 万套房屋待售。此外，有 410 万套空置房租出，租房空置率约为 10.1%。

2008 年第一季度过后，太阳信托银行和五三银行贷款出现问题并大量核销资产。美洲银行宣布，第一季度收入下降 77%。美洲银行担保债务凭证类资产核减 14.7 亿美元，另有 4.39 亿美元用于弥补杠杆贷款亏损。到 2008 年 4 月，美洲银行已核减不良次贷资产 149 亿美元，瑞士联合银行核销 373 亿美元次级抵押贷款损失。瑞士联合银行第一季度亏损 110 亿美元。为了释放一部分现金，瑞士联合银行出售 150 亿美元抵押贷款证券给黑石集团。瑞士联

合银行主席皮特·库尔（Peter Kurer）在2008年4月提示公司股东，将用3年时间努力重建公司声誉。

有金融分析师预测花旗集团第一季度将新增核减资产180亿美元，受此影响，2008年3月4日，花旗集团的股价降至10年来最低点。分析师的预测是正确的，花旗集团第一季度亏损51亿美元，公司宣布减员9000人。1000万美元的花旗集团债务信用违约互换，在2007年6月的成本为9700美元，2008年3月，该成本上涨到19万美元。

美国州县市雇员联合会（American Federation of State, Country and Municipal Employees, AFSCME）宣布，他们正在以小股东的身份努力寻求将花旗集团的投资银行业务和商业银行业务分离，返回到《格拉斯—斯蒂格尔法案》时代。花旗银行似乎存在严重的风险管理控制缺陷，银行不使用公司模型来评估担保债务凭证投资风险，却依靠评级机构评估这些证券的违约风险。

美联储2008年核查花旗银行风险控制管理时发现，花旗集团风险管控严重不足。货币监理官约翰·杜根（John C. Dugan）认为，专业从事信用风险管理的大型商业银行没有理由依赖信用评级机构进行风险评估。花旗集团抵押贷款业务风险管理经理戴维·布什奈尔（David C. Bushnell）是伦道夫·巴克（Randolph H. Barker）的密友。后者是花旗集团抵押贷款业务的创建人，薪酬达1500多万美元。布什奈尔和托马斯·马赫拉斯（Thomas Maheras）也是朋友，马赫拉斯是花旗集团固定收益业务经理。《纽约时报》发表文章说，友谊使布什奈尔忽视了抵押贷款业务存在的风险[①]。

兴业银行第一季度报告盈利，尽管盈利数额少于前一年同季，但没有传出更多坏消息，市场松了口气，但兴业银行还是核销了19亿美元信贷损失。法国农业信贷银行（Credit Agricole）报告称2008年第一季度亏损，并宣布将筹资91亿美元应对美国发行的次级抵押贷款产品的投资损失。该银行也在考虑出售75亿美元资产。瑞信银行在核减53亿美元投资资产组合资产后，第一季度报告亏损21亿美元。有瑞信银行员工因错误标记存量证券而遭解雇。

---

① Eric Dash and Julie Creswell, "Pays for a Rush to Risk," *New York Times*, November 23, 2008.

巴克莱银行2008年第一季度报告盈利，但因抵押贷款和其他信用投资核减资产33亿美元。苏格兰皇家银行2008年第一季度核减资产超过80亿美元，银行计划增加资本240亿美元。德意志银行报告称2008年第一季度核减资产42亿美元，收入大幅下降导致该季度亏损约2亿美元。日本瑞穗金融集团（Mizuho Financial Group）次级抵押贷款投资损失预计达50亿美元。由于信用相关工具资产减值12.6亿美元，野村控股2008年4月报告称9年来首次出现财政年度亏损。2008年第一季度穆迪公司净利润出现大幅下降，因为2008年上市需要评级的公司数量非常少。

查理斯·斯瓦布管理的一只货币市场基金让他陷入难堪的境地，这只投资于次级抵押贷款的基金一直以来回报率都非常高，但该基金在2008年前3个月价值便损失24%。该基金后来支付2亿美元解决与此损失相关的投诉。

由于货币市场基金的损失，上市公司美盛（Lagg Mason）2008年第一季度首次报告亏损。贝尔斯登大股东之一就是曾为华尔街传奇的比尔·米勒所在的美盛价值信托基金（Legg Mason Value Trust Fund）。这只货币基金的价值从2007年的165亿美元下降到2008年12月的43亿美元，2008年基金投资者的资产损失了58%，这抵消掉了基金过去的所有盈利，并成为10年来表现最差的共同基金。2006年米勒没能延续他连续保持15年收益好于标准普尔500的纪录。雪上加霜的是，由于对米勒的表现不满，马萨诸塞州宣布，不再聘请美盛管理养老基金。于2008年3月上市、业绩表现最差的主动式管理共同基金——纳新成长基金（Van Wagoner Emerging Growth）的经理加勒特·凡古纳（Garrett van Wagoner）表示担忧，美国经济中各个产业活动都在走弱。2008年第一季度住房价格平均下降1.7%，房价中位数大幅大跌，创40多年来的新低。新房销售为16年来最低值，2008年3月，新房开工减少11.9%。3月末，每11份抵押贷款中就有1份还款拖欠或止赎。1月和2月工作岗位减少约7.6万个，为5年来最多，将失业率从危机前的4.8%推高至5.1%。

2008年4月，美国货币监理署负责人约翰·杜根警告说，美国将出现“史无前例”的大量银行破产。2004年2月到2007年之间没有发生银行破产。2008年3月28日，弗利蒙特通用公司（Fremont General Corporation）接到银

行监管部门命令，因次贷亏损需要增加资本金。联邦银行监管机构关闭了位于阿肯色州、资产数量超过 20 亿美元的银行 ANB 金融（ANB Financial）。ANB 金融是 2008 年第一季度破产的第三家银行，主要为住宅建筑商提供大规模贷款，公司拥有吸储执照，素以高回报率吸引储蓄资金。

国际货币基金组织预测，因为信用紧缩和次贷危机，金融服务业 2008 年将损失 1 万亿美元，其中来自商业银行的损失将占一半；同时，美国经济将会在 2008 年剩下的时间里持续下行，直至进入 2009 年。英格兰银行在 2008 年 4 月 10 日将利率下调 25 个基点。欧洲中央银行继续将放款利率保持在 2007 年 6 月以来的 4%。

瑞士联合银行更多的问题

瑞士联合银行主席马塞尔·奥斯佩尔（Marcel Ospel）将自己 2007 年的薪酬缩减 90%，此举甚是合理，因为他应当对表现非常差的业务计划负责。他还同意归还 1800 万美元薪酬。这些牺牲并没有保住他的职位。2008 年 4 月奥斯佩尔被解雇，后来银行宣布，全部高层管理人员将放弃 2008 年奖金，瑞士联合银行一些前任高管同意归还之前拿到的报酬，因为他们经手的业务业绩表现已经恶化。

不断有坏消息传来。2008 年 4 月，瑞士联合银行宣布在之前核销 180 亿美元资产基础上，还要核销 190 亿美元次级贷款损失。同时，该行解雇了 5500 个员工。该行宣布将寻求增资并任命新的董事会主席。由于次级贷款损失的进一步攀升，司法部密切关注瑞士联合银行为美国富人提供税收庇护，瑞士联合银行的管理层进行重组。

2008 年 2 月，瑞士联合银行筹资 126 亿美元，但远远不够。3 个月后瑞士联合银行报告称通过折价发行股票增资 150 亿美元。为了释放现金，瑞士联合银行将 150 亿美元抵押贷款证券卖给黑石集团，黑石集团当时管理着因贝尔斯登崩溃引起的、为实现与摩根大通合并而转移到美联储的 300 亿美元资产。

更多损失

2008年4月，美联储派遣检查组进入数家大型经纪公司核查财务状况。这是10年来美联储首次采取这样的措施。核查的公司包括高盛、摩根士丹利、雷曼兄弟和美林银行。这种检查很有必要。到2008年4月，美林银行报告核销总额317亿美元，摩根士丹利126亿美元，摩根大通97亿美元，美洲银行149亿美元。

银行报告的损失小于预期，受此影响，道琼斯工业指数在2008年4月16日上升256.8点，达到12619.27点。2008年4月初，布什总统指责国会在应对美国经济问题方面表现不佳。但民意调查显示，73%的美国人不赞成布什的经济政策。2008年总统选举候选人开始推行经济刺激计划。

经济持续混乱

银行继续收紧放款标准，消费者获得贷款变得更难。然而，新房销售在2008年4月出现上升，一些人错误地以为住房市场正在复苏。当月城市房屋供应量再次上升，但增长比较缓慢。4月房屋销售增长4.8%，但接下来的一个月新房销售价格中位数降至23.1万美元。2008年5月随着价格的降低，交易渐增，销售量增长了2%，但同时房屋开工率收缩33%。连续11个月房屋存量积压而成的数字如同市场上空的阴霾。

7%的汽车销量下降拉低了2008年4月的零售指标。丰田汽车季度销售首次超越通用汽车。2008年4月22日，美元相对于欧元的价值又创新低，降到1.60美元/欧元。原油价格在2008年5月8日达到123.53美元/桶，2008年5月13日达到125.8美元/桶。

花旗集团在2008年5月增资45亿美元，公司前半年的增资总额从而达到400亿美元。与其他银行一样，花旗集团发行优先股，股息8%，以此提高监管者要求的核心资本额。花旗集团同时也在剥离一些资产以便于减少损失并增加现金。此外，它还出售了125亿美元杠杆贷款，并在2008年4月将花旗大来信用卡公司（Citigroup Diners Club）以1.65亿美元的价格出售给Discovery。

历来奉行保存性投资的花旗集团的两只对冲基金，猎鹰策略（Falon Strategy）和ASTA/MAT固定收益基金，2008年第一季度遭受了巨额损失。花旗集团主动斥资2.5亿美元以弥补这两只基金的损失。老巷对冲基金（Old Lane Partner）由花旗集团在2007年以8亿美元的价格从首席执行官维克拉姆·潘迪特和约翰·海文手中购入，此基金2008年5月宣布核销资产2.02亿美元，花旗集团因此陷入窘境。花旗集团宣布动用10亿~30亿美元的资金救助老巷对冲基金。但花旗银行在后半年也出现了巨额资产损失，被迫放弃救助计划。除了出售老巷对冲基金的收入，潘迪特作为花旗银行的首席执行官，薪酬达2.16亿美元。《华尔街日报》发文批评潘迪特在银行的权力界限不清。联邦存款保险公司主席希拉·贝尔开始质疑花旗集团的管理水平。

2008年4月英格兰银行宣布，利用总额为1000亿美元的政府债券与银行持有的由抵押贷款和信用卡债务担保的证券进行互换，以此重启银行放款。英格兰银行向银行施压，使其更大刀阔斧地减记抵押贷款证券资产。澳大利亚储备银行宣布，将在公开市场上购买抵押贷款支持证券以便“解冻”此类证券交易市场，同时接受住房抵押贷款支持证券作为贷款的担保品。

美联储开始调查伦敦市场上伦敦银行间拆借利率（LIBOR）报告系统是否公正。如前文所述，LIBOR是银行用来设定贷款利率的指导性指标。《华尔街日报》发文质疑一些银行在报告利息费用时，人为调低LIBOR。文章一出，LIBOR显著上升。显然，这些银行被抓了现形，并想避免进一步的审查。《华尔街日报》的调查指出，花旗集团、摩根大通和其他一些机构在向LIBOR编制系统报告时，故意低报其借款成本。

2008年4月30日，美联储连续在8个月的时间里第七次降息0.25个百分点，并表示未来可能会暂停降息。2008年5月美联储向国会申请授权，批准美联储向商业银行支付储备金利息，以便更好地控制利率。2008年5月中旬，信贷市场似乎有望复苏，但是在接下来的一年中，更多的次级贷款利率将要重置。人们希望低利率水平可以缓解还款增加的压力。

2008年5月6日，财政部与抵押贷款放款机构举行了6个小时的会议，财政部试图向这些机构施压，要求它们积极地进行抵押证券减记。2008年第

二季度选择性浮动利率抵押贷款违约率上升，这种贷款允许房主每月偿还较少的数额，甚至低于利息费用。因为还款可能少于利息，这类贷款总额会不断增加。当增加到一定的百分比时，银行就会要求房主支付全部的利息并分摊抵押贷款。这时，房主的月还款额将大幅增加。更麻烦的是，这些贷款大多贷给了那些资信很好的借款人。

5月的第二周，众议员通过了一项住房救助提案，内容是提供3000亿美元抵押贷款提供担保，并加强对房利美、房地美、联邦住房贷款银行和联邦住房管理局的监管。总统威胁称将否决这个提案，而且似乎参议院也不太可能通过提案。批评者指出提案本身是对民主党支持者的让步。

2008年4月，巴塞尔银行监管委员会出台新的措施，要求银行强化风险管理控制并优化资产估价程序。美联储主席本·伯南克2008年5月15日在芝加哥发表讲话称，经济已经开始复苏，但他认为银行仍需要增加资本金。到2008年5月，金融机构已经核销3200亿美元与抵押贷款相关的投资。2008年4月底，银行共从美联储窗口借入约120亿美元，通过独立的一级交易商借款计划借出的资金总额约为180亿美元。2008年5月2日，美联储拓宽窗口借款的可用担保种类。信用卡贷款、学生贷款、汽车贷款等资产都可以作为贷款担保。美联储同时提升现金拍卖的规模。这些措施紧随失业率指标的发布推出，4月减少两万个工作岗位，连续第四个月工作岗位减少。但此数字低于预期，失业率降至5%。

2008年5月，消费者信心降到28年来最低水平，但投资者似乎重新获得了信心。道琼斯工业指数在2008年5月1日一度跨过13000点，但由于消费支出和消费信心的下降，担忧仍在。2008年第二季度，约有75万个房主收到丧失抵押品赎回权通知。优先级抵押贷款违约率也在上升。摩根大通报告指出，拖欠30天以上的优先级抵押贷款比率达到3.5%，比上一年增加了2倍。

包括美联银行、华盛顿互助银行在内的5家主要抵押贷款放款机构报告指出，2008年第二季度总损失超过110亿美元。一个名为“Lender Implode - 0 - Meter”的博客上列出265家因住房抵押贷款而出现严重财务问题的机构。房产市场的崩溃将产生连带效应。正在招募新员工及异地安置高管的公司必

须支付他们原有房产出售价格与购入价格的差额。奎斯特通信公司（Qwest Communications International）为弥补首席执行官爱德华·穆勒（Edward Mueller）加利福尼亚房产的损失支付了 180 万美元。因为聘请穆勒后，公司同意以 890 万美元的价格购买穆勒原来的房产，但这套房子公司只卖到 710 万美元。

垃圾债券违约率和公司破产备案在 2008 年 5 月达到 5 年来新高。2008 年 5 月 21 日，原油交易价格达 133 美元/桶。高盛分析师预测，5 月原油价格将达到 200 美元/桶。于是，国会召集石油公司的高管召开听证会进行解释，其实这些高管也无法左右推高油价的市场力量。2008 年 6 月 6 日，美国汽油价格达到 4 美元/加仑，消费者更加不满和沮丧。2005—2007 年，油价每加仑上涨 0.5 美元，但现在几周内就增加了同样多。原油价格每桶飙升 10 美元，收于 138.54 美元/桶后，道琼斯工业指数下降 394.64 点。

6 月底，消费者信心继续呈下降趋势。许多主要城市的房价继续下降。2008 年 6 月，2000 年以后建造的房子大约有 10% 空置，有大约 2.8% 的房子房主曾经居住，但现在空置。租用房屋空置率达到 10%，为 20 世纪 50 年代以来最高值。2008 年 6 月股票市场也表现不佳，市值损失 10.2%，是自大萧条以来损失最多的月份。2008 年前两个季度，股票市场总计损失 2.1 万亿美元，其中 1.4 万亿美元发生在 6 月。劳动力市场情况恶化，6 月减少约 6.2 万个工作岗位，失业时间达到或超过 6 个月的人数比上一年显著增加。不过，失业率仍然保持在 5.5% 的相对较低水平，美国经济在 2008 年第二季度取得 1.9% 的年增长率，尽管增幅不大，但至少摆脱了衰退的恐慌，至少官方这样认为。

财政部和美联储在国际贸易中面临着两个艰难的挑战。美元贬值有助于出口，但也会推高通胀。与此同时，中国政府保持低估人民币，进一步扩大了中国对美国巨大的贸易顺差。美联储强调美元是储备货币，财政部长鲍尔森督促中国政府对人民币进行重新估值，但收效甚微。然而，升高的油价提高了从中国出口的产品价格，这促使一些原来关闭的工厂重新开工。

金融服务业表现

2008年第二季度，高盛报告利润20.9亿美元，尽管这一数值少于前一年，但在市场如此混乱的背景下，实现这样的结果已非易事。摩根大通在2008年第二季度表现更佳，公司利润比前一年减少近50%，好于预期。摩根大通核销15亿美元抵押贷款损失，但警示房产市场可能进一步恶化。公司报告称对房利美和房地美优先股投资损失一半，损失总额约为6亿美元。

美洲银行2008年第二季度报告亏损，但亏损额并不像分析师预测的那样高，因此该行受到了鼓舞。美国国家金融服务公司表现出扭亏为盈的假象。美银证券受到许多机构投资者指控，指控他们受到误导，投资于发行额为3亿美元的海里格—迈耶斯（Heilig - Meyers）分期销售合约证券，海里格—迈耶斯是一家家居零售公司。这种证券曾为3A评级，降级后价值缩水。

五三银行是由在1907年恐慌中遭受严重损失的两家国民银行合并而成的，2008年6月这家银行也出现了亏损。该银行寻求增资10亿美元，同时出售相同数量的资产，银行股价比上一年降低了78%。很多区域性银行股价在2008年上半年也迅速下降，其中包括第一地平线国民银行（First Horizon National Bank）、国家城市银行（National City Bank）、亨廷顿银行（Huntington Bancshare）和区域金融银行（region financial）。科凯国际集团（KeyCorp）是位于克利夫兰的一家区域性银行，2008年6月公司减少了分红，并因一项不利的税收会计法庭裁决而寻求15亿美元增资。该银行同时计划拨付5亿美元应对不良贷款和其他信贷资产问题。

2008年第二季度，汇丰银行控股利润下降29%。富通银行是一家荷兰和比利时合资银行，2008年6月，该银行宣布将增资130.1亿美元资本以弥补信贷市场损失。巴克莱银行计划增资88.6亿美元来弥补损失。苏格兰皇家银行2008年第二季度报告15.6亿美元亏损，这是英国银行史上最严重的亏损之一。

瑞士联合银行2008年第二季度增加50亿美元资产核减，危机中核减总额达到了430亿美元，第二季度亏损330万美元，连续第四个季度亏损。银

行宣布将进行业务分类管理，包括私人客户部、资产管理和投资银行。瑞士联合银行的大部分损失发生在投资银行部。

调查

证券交易委员会对涉及次贷危机的银行和其他金融机构展开调查，调查这些公司是否存在误导投资者的行为。与安然丑闻的处理方法一样，各个州检察长也展开了他们自己的调查，调查目标公司及调查目的与证券交易委员会完全相同。各州调查的领头人是纽约州检察长安德鲁·科莫。曾参与起诉安然公司并且咄咄逼人的康奈迪克州检察长理查德·布鲁门萨尔（Richard Blumenthal）追随科莫麾下。布鲁门萨尔希望通过调查在 2010 年参选参议员时获得更多的支持。但是，他却因谎称在越南战争中参加过海军而备受指责。

检察长们关注的焦点是，银行在向投资者销售结构性投资工具时，风险披露是否具有完整性。检察长们还检查打包后卖给投资者的“特例贷款”，这些贷款可能根本没有相应的申请文件或不满足金融机构制定的抵押贷款信用标准。科莫还调查了信用评级机构，以期发现信用评级机构对抵押贷款支持证券进行信用评估时存在的缺陷，这些证券一般被授予很高的信用等级。另外一个目标是“尽职调查”公司，银行雇用这些公司来确认由借款者提供的信用信息，这些公司可能在某些方面没尽职。

克利夫兰市起诉了 21 家次级抵押贷款打包机构，指控这些机构向没有还款能力的房主发放贷款，从而破坏了城市的金融秩序。被告包括花旗集团、美洲银行、美林、美国国家金融服务公司和富国银行，这些公司将在克利夫兰和其他城市发放的贷款打包成结构性投资工具，然后卖给投资者。那些实际在克利夫兰发放贷款的银行没有被起诉。2006 年、2007 年克利夫兰市有超过 1.4 万个房产止赎，并且 2008 年这一数字还在增加。市长弗兰克·杰克逊（Frank G. Jackson）抱怨止赎房屋使整个城市楼宇空旷，而且还需要数以亿计美元来弥补损失。以上案件起诉的法律依据是州妨害法，起诉的理由是放弃房产具有妨害性。同时，巴尔的摩市申请起诉富国银行，指控该行违背房屋公平法，引导非裔美国人申请高利率次级贷款。2010 年 1 月，联邦法官撤

销了起诉，因为巴尔的摩市不能够提供证据说明贷款造成了贫困。

问题扩展

15 余年来，欧元区经济首次出现紧缩。欧洲中央银行深受次贷危机打击，2008 年 6 月报告损失 2000 亿美元。与此相对应，美国银行的核销额为 1670 亿美元。全球范围内损失总计达 3870 亿美元。2008 年 6 月 25 日的会议上，美联储拒绝进一步降息，联邦基金利率保持在 2% 的水平。美联储仍然保持对通胀的关注，2008 年第二季度末，通胀率达到了 17 年来的最高水平。2008 年 7 月通胀率上升到 5.6%。2008 年 6 月 30 日，纽约商品交易所的原油价格收于 140 美元/桶。美国的平均汽油价格仍然逾 4 美元/加仑，比上一年增长 29%。

通用汽车在 2008 年第二季度报告亏损 155 亿美元，为公司历史上第三大亏损。公司宣布缩减 100 亿美元费用支出，压缩付薪工人工资 20%，停止每股 1 美元的股份分红，取消付薪老年工人的健康医疗保险。由于汽油价格持续攀升，公司小货车和 SUV 销量急剧下降。

随着信贷紧缩的持续，银行竞相争取吸收更多的资金。存款资金的竞争促使大额存单利率上升。许多银行以很高折扣销售止赎房产。2008 年第二季度末，有超过 300 万笔抵押贷款拖欠还款。有预测说，接下来的几个月还会有 200 万笔抵押贷款拖欠还款。住房抵押贷款中止赎比例已经由 2004 年 7 月的 1.14% 上升到 2008 年 8 月的 3%。

2008 年第二季度，没有一个公司首次公开发行（IPO）是由风险资本支持的。2007 年 10 月到 2008 年 6 月底，道琼斯工业指数下降近 20%。20% 是进入熊市的门槛。2008 年 7 月 2 日，道琼斯指数下跌至官方的熊市定义范围，指数与 2007 年 10 月最高纪录相比，下降幅度略超过 20%。

卖空

2008 年 7 月的第二个星期，是金融公司股票的艰难时刻。2008 年 7 月 11 日，房利美股价下跌 22%。为了稳定市场，证券交易委员会在 2008 年 7 月 13

日宣布，他们将严查造成金融公司股票下跌的谣言。证券交易委员会主席克里斯多夫·考克斯宣布，证券交易委员会和美国金融业监管局共同核查，禁止传播虚假信息，禁止通过谣言及恶意卖空来操纵股票价格。恶意卖空的股票销售唯一目的是推低证券价格。证券交易委员会的强烈言辞并没有收到效果，房利美股价在2008年7月15日又下降了27%。

美国金融业监管局建议出台规定，禁止传播影响市场状况、有助于卖空的耸人听闻的谣言；所有成员机构都要向美国金融业监管局汇报这些谣言的来源；允许对广泛传播的公共媒介发表的不实信息进行讨论。换句话说，根据规则，闲聊、猜测抑或自言自语皆不受法律保护。英国金融服务监管局建议金融公司通过内部培训、指导方针和政策等行业最优实践去应对谣言。

证券交易委员会指控鲍尔·伯利纳（Paul S. Berliner）通过传播虚假谣言来压低联盟数据系统公司（Alliance Data System）的股票，以便他卖空获利。他编造消息说，黑石集团再次与将要接管的联盟数据系统公司协商，把接管价格压到更低。伯利纳已经做空联盟数据系统公司的股票。科莫说他也正在调查帮助卖空的虚假谣言散布。美国托尔（American Tower）指控高盛的高管使用首席执行官的电子邮箱地址向投资者发送公司负面文章以压低公司股价。

证券交易委员会一直以来对卖空者，也就是销售并不拥有的股票者存有质疑和不信任。数十年来，证券交易委员会一直对卖空进行“价格测试”，只允许卖空报升。人们指责是卖者空引发了1937年股市大跌，从此采用价格测试。此规则的前提是，价格测试可以防止卖空者通过连续的大量卖空活动压低股票价格。这一规则也遭到了许多批评，因为这有利于多方而不利于空方。因此，对于购买股票方也就是多方没有报降测试。与此相反，在商品市场上卖空被认为可以保证有效定价，不存在特别的限制。证券交易委员会2004年开始使用证券卖空规则（Regulation SHO）时，对卖空比较宽容。为了尽量采取中立的态度对待卖空，证券交易委员会在2007年7月废除了价格测试，刚好及时地为卖空者做空具有次贷风险敞口的公司提供了机会。

普遍的观点是，取消价格测试制度是证券交易委员会的进步，他们认识到市场应该是多、空两个方向皆有交易。然而，人们认为规则变化提供了巨

大的灵活性，鼓励了次贷危机期间的卖空活动并加大了股票市场的波动性。如前文所述，卖空者还传播关于金融公司次贷投资敞口的虚假谣言，令人担心。雷曼兄弟、花旗集团和贝尔斯登等大型投资银行都抱怨称，卖空者拉低了公司股票价格。

批评者指责卖空者已经对贝尔斯登、房利美、房地美和AIG造成了伤害，摩根大通的负责人杰米·戴蒙（Jamie Dimon）就是其中之一。他公开指出"这（卖空）比内部交易更可恶"，这是"对价值和人们生活的精心、恶意的破坏"[①]。雷曼兄弟指责卖空者企图拉低公司股票，对冲基金和他们沆瀣一气。

由于抱怨声不断，证券交易委员会通过媒体指责"裸空"。卖空者不拥有出售的股票，他们借入股票以供出售。在平仓空头头寸时，空方在市场上买入股票再归还给借出者。只有空方安排借入股票，卖空才能实现。裸空交易者在卖空时，没有锁定证券以供借入及卖空。从2007年1月1日开始的18个月中，证券交易委员会接到5000宗对裸空销售的投诉，但没有采取强有力的措施。证券交易委员会指控对冲基金通过限制性股票掩盖卖空行为的3起案件败诉[②]。

2008年7月15日，证券交易委员会发布临时紧急命令，禁止裸空出售19家主要金融公司股票，其中包括房利美、房地美、雷曼兄弟、美林和摩根士丹利。命令要求经纪机构在卖空交易前，要首先拥有借入的证券。证券交易委员会采取"过渡性、决定性和暂时性规则"，要求互助基金和其他大型机构投资者每日发布短头寸信息。之前它已经要求报告长头寸信息。证券交易委员会同意延迟这些报告的发布时间，使交易者目前的头寸不被暴露。此信息的暴露会招致其他交易者对空方进行打击。

证券交易委员会卖空限制公布后，房利美、房地美和雷曼兄弟控股的股票似乎暂时稳定了。2008年7月16日，富国银行报告称第二季度表现好于预

---

① Jenny Anderson, "S. E. C. Unveils Measures to Limit Short Selling," *New York Times*, July 16, 2008.

② Kara Scannell, "Judge Rules for Pasternak in SEC's Fraud Case," *Wall Street Journal*, June 13, 2008.

期，金融服务公司股票应声重整。但是，当得知房利美和房地美需要政府进行紧急救助时，人们的担心声四起，2008 年 8 月 18 日这两家公司的股价又迅速下跌。房地美随后宣布将销售 30 亿美元 5 年期票据。

经济状况持续下行

2008 年 7 月，联邦住房管理局承保量占全部抵押贷款保险存量的比例为 23%，这一数值在 2006 年是 1.8%。2008 年 7 月初，金融公司股价再次下降。当股价很低时，这些公司基本没有分红，但这些股票价格仍然持续下降。2008 年 7 月，世界各地的首次公开发行降至 5 年来最低。由于信贷紧缩，2008 年上半年的并购和收购活动比 2007 年上半年减少了 35%。

2008 年 7 月底，失业申报数量增加到 45.5 人，从而将失业率推高至 5.7%，为 6 年来最高水平，连续第 7 个月工作岗位减少。2008 财年上半年，联邦预算赤字为 3110 亿美元，创下最高纪录。经济下行使得税收减少，导致州收入减少 400 亿美元。

美联储将传统的优先级代理公司贴现窗口的放款计划扩展至金融服务公司，但此计划贷款额还在减少。4 月，此计划贷款存量为 381 亿美元，7 月第一周时降至 17 亿美元。但美联储认为扩展贷款计划将会提升市场信心。这一计划也使得美联储的监管范围扩大至视同优先级代理机构的投资银行，并且美联储向这些投资银行派驻雇员。

2008 年 7 月 15 日，布什总统向公众保证，联邦存款保险公司将保护他们的存款。同一天，伯南克向国会报告，经济状况不容乐观。民主党建议推出新的经济刺激计划，提供资金翻修桥梁、道路等基础设施。

2008 年 7 月 15 日，道琼斯指数两年来首次降至 11000 点以下。不过，随着原油价格跌到 130 美元/桶，道琼斯指数在 2008 年 7 月 17 日重新调整到 11446.661 点。房产价格指数显示，2008 年 7 月房屋价格下降超过预期。银行在 2008 年收紧放贷标准，对于传统的抵押贷款也是如此，消费者购房更加困难。

2008 年 7 月，现存房屋的销售数量出乎意料地上升 3.1%。然而，房屋

存量继续增加，因房屋销售不景气，房价也更低。银行提高联邦住房管理局新增大额贷款收费标准。银行认为很有必要提高收费标准，因为大额贷款难以进行证券化。联邦住房管理局、房地美、房利美的贷款限额从36.279万美元翻倍到72.975万美元。然而，提高限额的措施直到2008年底才产生实际效果，此时美国高成本区域的贷款上限降到62.55万美元，其他地方的上限降到41.7万美元。

2008年7月，欧洲中央银行令人难以理解地升息0.25%，将银行间利率推高到4.25%。英国财政大臣阿里斯特·达林（Alistair Darling）2008年7月宣布，正在重构英格兰银行的职责。英国将建立新的“金融稳定委员会”，用于监管英国金融体系，此机构将充分利用行业精英的专长。此举是对批评英格兰银行日益脱离金融市场发展而作出的回应。英格兰银行董事会成员从18名缩减到12名，并将包括更多的行业专家。当银行面临破产时，授予英国金融监管机构——金融服务监管局更大的权限进行应急处理。

2008年夏天，财政部长鲍尔森推行“保护性”抵押贷款，或者是由放款银行用抵押贷款为抵押贷款支持的证券进行担保。与大多数担保债务凭证不同，这种“保护性”抵押贷款将一直体现在发放贷款银行的资产负债表中，这样会促使银行只发放可靠的抵押贷款。美洲银行、摩根大通、花旗集团和富国银行等4家主要银行同意参加这一计划。

财务会计标准委员会在2008年7月宣布，将延后一年出台修订后的会计标准，修订后的会计标准要求银行和其他机构将抵押贷款支持证券等金融工具移入资产负债表内。有担心认为，在金融危机的背景下出台这样的要求，将会损害这些公司的股票价格及财务状况。这一变化尤其会对房利美和房地美不利。国际性监管机构组织——金融稳定论坛在2008年6月探讨通过资本费用能否提高投资银行大量持有抵押贷款支持证券的难度及成本。无论如何，在2008年6月银行开始以高折扣出清抵押贷款资产，1美元账面资产平均折价为0.6美元，有的甚至低至0.2美元。

因地美失败

2007年10月到2008年8月期间，银行股票价格下跌45%。佛罗里达第

一优先银行（The First Priority Bank）于2008年8月倒闭。2008年7月，监管机构接管了内华达州第一国民银行（First National Bank）和加利福尼亚州纽伯特比奇的第一传统银行（First Heritage Bank）。更惨重的是因地美银行（IndyMac Bancorp, IndyMac），该银行由安吉洛·莫兹洛（Angelo Mozilo）和戴维·罗布（David S. Loeb）创建，是一家大型住房抵押贷款放款机构，两名创建人同时也参与创建了美国国家金融服务公司。1985年，因地美以美国国家抵押投资公司（Countrywide Mortgage Investment）的名字开始运作，1997年剥离为独立运营的银行。从此，美国国家金融服务公司和因地美就成为了竞争对手，莫兹洛管理美国国家金融服务公司，而罗布一直管理因地美，直至他2003年退休，退休后不久便辞世。

2008年3月31日，因地美总资产额达到320亿美元。它有33个零售业务支行，全部位于南加利福尼亚，有7200名雇员。因地美是全美最大的10家抵押贷款放款机构之一，是洛杉矶市最大的储蓄和放款机构，资产数量在全国排名第15位。因地美专门从事比次级贷款高一个等级的次优级抵押贷款。但因地美的许多抵押贷款申请文件不足，或没有申请文件，或是虚假文件。随着次贷危机的出现，许多贷款发生拖欠或止赎。因地美也因住房抵押贷款市场的衰落受到严重影响，放贷数量急剧减少。

没有得到像房利美这样的政府支持企业担保的非机构抵押贷款造成二级市场衰落，2007年后期因地美无法将它发放的抵押贷款证券化。因地美划拨119亿美元单一家庭贷款作为“持有投资”，其中包括34亿美元选择性浮动利率抵押贷款，即借款者可以选择只支付利息，或者在只支付利息抵押贷款中支付49亿美元。如果为投资持有，贷款不需要盯市。因地美还向其他抵押贷款发起机构放出1840亿美元抵押贷款。

因地美吸储的1/3是经纪存款。因地美的存款在3天时间内，在2008年6月27日达到3120万美元。下面将提到的参议员舒默的一封信导致因地美在2008年6月27日出现挤提，信中舒默提及因地美面临破产。2008年6月27日到2008年7月7日，存款流出达7.302亿美元，到7月10日时达13亿美元。

为满足流动性需求，因地美在2008年6月30日请求并收到联邦住宅贷款银行预付款101亿美元。因地美曾试图转型，成为房地美、房利美抵押贷款的发起人，但并不成功。2008年7月，因地美宣布停止抵押贷款业务并裁员50%，即约3800个工作岗位。救助行动不太及时，2008年7月11日该银行破产并由监管机构接管，这成为美国历史上排名第三的银行破产案，前两位分别是1984年破产的伊利诺伊大陆国民银行和信托公司（Continental Illinois National Bank and Trust）及1988年破产的、位于加利福尼亚州斯托克顿市的美国储蓄信贷协会（American Saving & Loan Association）。

如前文所说，因地美发生存款挤提由参议员舒默一封信的内容曝光而引发，他负责重要的参议院银行业分会，这封信于2008年6月26日发给联邦存款保险公司和储蓄管理局，舒默在信中质疑因地美的清偿能力。储蓄管理局局长约翰·瑞克（John Reich）后来将因地美的失败归咎于这封信。银行倒闭后，许多雇员请求加利福尼亚州检察长詹瑞·布朗（Jerry Brown）对舒默进行调查。民主党成员布朗拒绝了这一请求。还有消息披露，信发出后，一些民主党支持者曾寻求在因地美破产中获取资产。

由于纵容因地美将2008年5月9日母公司1800万美元的注资追加入账，储蓄管理局也受到了指责。这相当于认可注资发生在3月31日；否则，因地美将失去“资本充足”银行的形象，将限制其从存款经纪商那里获取存款的能力，这是因地美的主要存款来源。其实，资本数额本身并不大，而且属于会计错误，但是储蓄管理局在其他5个案例中也认可了资本追加记账，证券交易委员会明令禁止上市公司如此操作。

财政部的一项研究认为，储蓄管理局失职，没有警告因地美积聚了大量的劣质抵押贷款，而且没有核查借款人收入。储蓄管理局也意识到，因地美通过高成本的经纪商存款获得资金而采取过度激进的扩张策略，这也是国会决定撤销因地美的一个因素。联邦存款保险公司同意拖欠因地美贷款还款的房主以更优惠的条件进行贷款再融资，避免失去住房。两个月内存款保险公司修订了约3500笔因地美抵押贷款。随后，联邦存款保险公司对4名因地美高管提起诉讼，指控他们向无还款能力的房屋建造商放贷，造成3亿美元

损失。

乔治·索罗斯、克里斯多夫·弗劳尔、约翰·鲍尔森、沙丘资本管理公司（Dune Capital Management）、一些前高盛高管人员和戴尔计算机公司的米歇尔·戴尔等许多私募股权投资方2008年12月从联邦存款保险公司手中购入因地美的剩余资产。由前雷曼兄弟投资银行家组成的小组代表联邦存款保险公司完成交易。私募投资者们同意斥资13亿美元完成交易并将银行改名为加利福尼亚第一西部银行（OneWest Bank）。第一西部银行后来收购了另一家破产的加利福尼亚第一联邦银行（First Federal Bank），收购后总资产达240亿美元，跃居总部位于南加利福尼亚的最大银行。

对因地美的收购反映了美国监管方面的巨大变化。服务业雇员国际公会（Service Employees International Union，SEIU）一直反对私募股权机构大规模投资于银行，他们认为私募股权公司会使银行杠杆率过高，不会在保障社会责任的基础上发放贷款。以前如果不注册为银行控股公司，私募股权机构只能拥有不超过24.9%的银行股权。私募股权机构不愿意注册为银行控股公司，因为监管规则会极大地限制投资活动。

能源价格

世界上最大的石油公司之一英国石油公司（BP），如下文所述，因2010年墨西哥湾大规模漏油事件，将成为众矢之的。意外事故始于英国石油公司与合资企业秋明石油公司（TNK－BP）的一群俄罗斯投资者间的一场高调争斗，建立秋明石油公司的目的是钻探俄罗斯的能源资源。俄罗斯政府开始了一场打击罗伯特·达德利（Robert Dudley）的战役，达德利是负责俄罗斯项目的英国石油公司方的首席执行官，后来在海湾漏油事件中成为整体负责英国石油公司的首席执行官。俄罗斯政府拒绝续延达德利的工作签证，他被迫离开俄罗斯。俄罗斯法庭后来也表示支持这一行动。随后，英国石油公司负责合资公司项目的首席财务官吉米·欧文（James Owen）辞职。英国石油公司被迫召回在俄罗斯的148名雇员。俄罗斯当局接下来又利用税收指控迫使英国石油公司退出这一项目。英国石油公司2008年第三季度报告利润增长

83%，暂时缓解了这一疼痛。

油价火箭式上升，美国因此减少了石油消费，2008 年 5 月美国石油进口下降 10.5%，2007 年 7 月石油进口降至 5 年来最低水平。然而，原油价格继续上升，7 月 11 日达到 145.8 美元/桶。议会对原油价格的惊人上涨展开全方位调查。美国曾举行 40 多场议会听证会，讨论能源市场的“过度套利”[①]。大部分美国人希望开钻新的油井。在油价下跌前，整个事件已经变成敏感的政治问题。英国石油公司海湾漏油事件也改变了公众对离岸钻探石油的看法，公众从普遍支持转为广泛反对。

同时，商品期货交易委员会也因阻击套利者失利而受到指责。为了平息这些指责，商品期货交易委员会指控多个被告操纵纽约商品交易所原油价格。商品期货交易委员会和司法部也对其他能源交易商展开调查。2008 年 8 月，商品价格泡沫似乎缩小了，供应增加，需求降低，基本面恢复。原油价格在 2008 年 8 月 15 日降至 113.77 美元/桶。

联邦住房管理局

由联邦住房管理局担保的抵押贷款出现违约后，联邦住房管理局将向放款机构支付抵押贷款余额、利息、止赎及其他费用。住房和城乡发展部随后有权止赎并处置房产。到 20 世纪末，住房和城乡发展部已经存有约 3 万套因抵押贷款违约而收回的房产。2007—2008 年间，住房和城乡发展部又没收了超过 10 万套住房。

联邦住房管理局在 2008 年担保了 480 万笔单一家庭住房抵押贷款和 1.3 万多笔多户家庭开发贷款。这些贷款中有 80% 是发放给首次购买房产的借款人，有 31% 发放给少数族裔。联邦住房管理局 2007 年推行按风险计算的定价体系，即按照借款者的违约风险向借款人收取保费。人们担心联邦住房管理局造成了“逆向选择”，也就是说，私营放款机构将会在联邦住房管理局的市场上寻找低风险借款者，并把高风险贷款留给联邦住房管理局。原定于 2008

① Greg Hitt, "Economic Woes Get a Fix," *Wall Street Journal*, July 19, 2003.

年7月开始实行按风险计算保费，但因次贷危机恶化，推迟了数月。

非联邦住房管理局担保的抵押贷款也开始购买保险。当首付不足房屋价值的20%时，私营放款机构会因止赎比例上升而要求对抵押贷款进行保险。尽管这种信用保险的保费数额有时特别高，但因违约率太高，次级贷款发放时要求购买保险还是非常必要的。例如，2002年，次级贷款的违约率5倍于普通优先级贷款。当借款者连续3个月没有还款，并且第四个月没能及时还款时，就被认作违约。

与20世纪30年代相同，次贷危机中高止赎率使得抵押贷款不断调整，以便房主能够保住房产。一些住房抵押贷款持有人会自愿调整抵押贷款。但是一份政府报告发现，2008年第一季度调整的住房抵押贷款，有超过1/3在6个月后再次拖欠还款。2008年有280万笔自愿调整贷款。住房抵押贷款调整中的持续性障碍是许多次级抵押贷款已经证券化，调整贷款必须征得资产池权益购买人的同意，不是所有的购买人都同意调整贷款。

尽管存在被否决的威胁，2008年7月30日，布什总统还是签署了《2008年住房与经济复苏法案》（*Housing and Economic Recovery Act of* 2008）。该法案中包含一项名为“房主希望”的救助计划，有3亿美元将用于救助面临止赎的房主。法案批准联邦住房管理局为新增抵押贷款再融资提供最高总额达3000亿美元的保险，这将使40万房主通过政府担保的抵押贷款，以更有利的条件实现再融资。但是，原发放贷款机构不得不放弃一部分本金，因为再融资抵押贷款中，贷款与抵押资产价值比例不能超过90%。这样就会要求放款者将抵押贷款数额减少到这一水平。房屋价格快速下降，也会引发相当数额的核销。

到2008年底只有357人根据此自愿计划签署了文件，到2009年2月只有少数人通过这个项目获得了救助。住房和城乡发展部指责一小部分申请费用高、限制过于苛刻。此外，联邦住房管理局担保（FHA Secure）计划为8万户因可调整利率重置而拖欠抵押贷款还款的房主提供帮助。但这个项目仅为4100户房主提供了帮助，并于2008年12月终止。

《华尔街日报》7月刊登了一篇由杰姆·格莱特（James Grant）撰写的标

题为《为什么不愤怒?》的文章。他质疑次贷危机逐渐恶化过程中，为什么民粹主义者没有累积更多的愤怒[1]。格莱特尤其惊讶于公众为何不对金融服务公司造成的损失表达愤怒。实际上，当披露出破产的金融公司高管们获取了巨额奖金后，在这场危机最严重的时候，民粹主义运动已经汇集成了一股洪流，促成巴拉克·奥巴马的总统推选，并在2009年衍变成一场攻击金融公司高管高薪的大火。

股票市场对联合航空公司（United Airlines）再次面临破产这样一份虚假报告的反应，能够反射出股票市场处于惊弓之鸟的恐慌状态。当这一报告在互联网发布之后，航空公司股价下降至0.01美元/股，下降幅度为99.9%。互联网上的报告其实是6年前芝加哥论坛（Chicago Tribune）上的一篇文章，报道航空公司2002年申请破产，相关问题已经解决。但经济中确实存在一些问题。2008年8月，公司债券回报率升至20世纪90年代早期经济衰退以来的最高水平。失业率在2008年8月达到6.1%，为5年来最高。

2008年8月，抵押贷款拖欠还款率和丧失抵押品赎回权比例都在上升。8月底，有超过6.6%的抵押贷款拖欠还款，而上一年的比例是4.51%。当月1~4人家庭的拖欠还款或止赎比例达到9.16%。大约有30%的次级贷款处于止赎或拖欠还款状态，优先级抵押贷款的这一比例是5.35%。显然，人们对即将到来的危机仍毫无察觉，美联储主席伯南克在2008年8月22日表态，由于油价下跌及经济增长疲软，他对通胀的可能性表示乐观。

位于佛罗里达的房地产开发商WCI房产公司（WCI Communities）2008年8月5日宣布破产。作为领先的豪华住宅及高层住宅开发公司，WCI房产公司已经运营55年，业务范围覆盖7个州。公司2007年亏损5.78亿美元，无力支付18亿美元债务。2008年第二季度，公司的一些贷款出现违约。债权人拒绝进行贷款重组，因此WCI房产公司宣布破产。无情的野蛮收购人卡尔·伊坎（Carl Icahn）投资WCI房产公司亏损1.26亿美元。2007年他提出以每股22美元的价格整体收购WCI房产公司，但遭到了拒绝。不到一年，

---

① James Grant, "Why No Outrage?" *Wall Street Journal*, July 19-20, 2008.

WCI 房产公司股票就跌到一文不值。

2008 年 8 月，5 个大型信用联盟出现抵押贷款盯市亏损，人们担心问题已经传染到通常比较保守的放款市场。2008 年上半年，信用卡公司共核销 200 亿信用卡不良债务，大约占信用卡债务存量的 5.5%，但低于 2001 年的 7.9%。2008 年 8 月第一周，克莱斯勒金融服务公司（Chrysler Financial）在短期债务市场没能完全筹到所需的 300 亿美元。

2008 年 8 月消费信用 10 年来首次收缩。信用卡应收账款证券化变得困难，投资者们因为违约的增加，投资更加谨慎。2008 年 8 月，个人投资者数量创下最低纪录，其市场份额降至 24%，机构投资者市场份额占 76%。个人投资者的股票市场份额在 1950 年为 94%，1980 年为 63%，2006 年底为 34%。

第三季度的表现

2008 年第三季度末，首次公开发行市场实质上已经完全停止运行。从 8 月初开始，当季就没有进行过公开发行。据初步估计，2008 年第三季度美国经济收缩 0.3%，为 7 年来最差表现。然而，11 月发布的修订后的第三季度指标显示，GDP 年化收缩 0.5%。第三季度生产能力也在降低。

由于银行甩卖止赎房产，2008 年 9 月现存房屋销售增长 1.4%。第三季度美国的许多区域性银行报告大额亏损，引发了公众对它们未来生存能力的担心。由于抵押贷款证券和未销售杠杆贷款减值 20.9 亿美元，瑞信集团在 2008 年第三季度亏损 10 亿美元。德国的第二大银行——德国商业银行（Commerzbank）第三季度亏损超过 3.5 亿美元，接受德国政府 104 亿美元注资。另一家德国银行——德国北方银行（HSH Nordbank）发布警告，预计第三季度亏损超过 5 亿美元，之后获得德国政府 450 亿美元担保以稳定银行状况。

法国兴业银行第三季度表现不佳，发生更多新增核减，但仍报告盈利。汇丰银行 2008 年第三季度报告的不良贷款总计 43 亿美元。汇丰银行已经修改了 24 万份总价值为 288 亿美元的抵押贷款条款。银行仍需作出更多让步，

因为房主们在贷款条款修改后，仍然不能按期还款。

曼氏集团在2008年第三季度收入显著上升，但是公司股价下降31%。瑞士再保险公司第三季度报告亏损2.58亿美元，并暂停大规模股票回购计划，公司亏损主要来自信用违约互换和飓风造成的损失赔偿。哈特福德金融服务集团（The Hartford Financial Services Group）2008年第三季度出现26亿美元亏损，10月得到德国安联保险公司（Allianz）25亿美元投资。美国大都会人寿（MetLife）第三季度亏损10.3亿美元并通过公开发行增资23亿美元。保德信金融集团（Prudential Financial）第三季度报告亏损1.66亿美元。荷兰国际集团2008年第三季度报告了公司创建以来的首次季度亏损6亿美元。苏黎世金融服务集团报告的第三季度利润下降90%。

家得宝（Home Depot）第三季度收入减少31%。劳氏公司第三季度收入减少24%。因信用卡违约增加，塔吉特集团（Target）收入也减少了24%。与此对应，沃尔玛报告的第三季度利润增长9.8%。包括英特尔在内的一些上市公司利用雇员养老金计划，为高级管理人员提供融资总额达数亿美元的利益。

房利美和房地美的国有化

房利美和房地美进入了死亡螺旋。问题在年初已经显现，并随着市场对其生存能力失去信心而日益严重。美国企业研究院（American Enterprise Institute）高级雇员皮特·沃利森（Peter Wallison）25年来一直担心房利美和房地美的财务生存能力及其形成的系统性威胁。他的警告是公正的，但是人们熟视无睹。据说政府支持企业的债务和抵押贷款担保拥有政府的隐性支持。尽管政府警告称没有明确的担保，但财政部给每个政府支持企业提供22.5亿美元的备用信用额度。此外，一旦这些政府支持企业破产，将会破坏整体经济，这也意味着它们“太大而不能倒”。

2007年第四季度，政府支持企业发起的抵押贷款占全部存量的81%，而房利美独占50%。政府支持企业共计持有或担保6万亿美元抵押贷款，代表着40%以上的2008年美国房屋市场。

房地美在2008年第一季度报告亏损1.51亿美元。若不是因为会计操纵，亏损会更加严重。房利美第一季度报告亏损22亿美元。为了支持这两家机构，联邦住房金融委员会（Federal Housing Finance Board）2008年3月宣布，批准联邦住房贷款银行增持1000多亿美元房利美和房地美的证券。联邦住房贷款银行也向美国国家金融服务公司和华盛顿互助银行及其他成员新增近1万亿美元贷款。[①]

2008年3月19日，联邦住房企业督察局（Federal Housing Enterprise Oversight，OFHEO）因会计问题放松了对房利美和房地美严苛的资本要求。这一变化使得这两家公司投资于抵押贷款的能力增加2000亿美元。房地美了结了一起股东集体诉讼，指控房地美会计操纵，所涉案值达4.1亿美元，是当时证券欺诈方面的第八大案件，这相当于另一块乌云散开。房地美与弗莱克林·瑞恩（Franklin Raines）及其他房利美高管也达成协议，这些人在公司负责期间大量操纵会计账户。协议按名义价值计算数额。瑞恩同意捐款约200万美元给慈善机构并放弃他在房利美工作期间获得的一些价值不多的期权。他还同意放弃530万美元"其他利益"。

2008年4月标准普尔警告说，如果美国政府被迫救助房利美和房地美，也许会失去3A信用等级，这引发了新的关注。这一说法将会在接下来的几个月接受检验。联邦住房企业督察局在2008年4月警告称，尽管房利美和房地美已经改进了公司的运营和整个体系，但它们依旧处于"严密监控关注"当中。尽管刚刚在两个月前放松了资本需求，但联邦住房企业督察局在2008年5月向国会建议指出，相对于其面临的风险，房利美和房地美的资本严重不足，纳税人将被迫为风险买单。有意思的是，房地美在2008年3月13日宣布不会寻求增资。

2008年5月6日，《纽约时报》发表头版文章，质疑随着抵押贷款市场问题的不断增加，房利美和房地美是否会陷入危险，担忧四起。文章指出，这两家政府支持企业2008年第一季度共计负责超过80%卖给投资者的全部抵押

① Grant, *Mr. Market Miscalculates*, p. 32.

贷款，两倍于2006年份额[1]。为了平复人们对公司财务稳定性的担心，房利美宣布将增资60亿美元。此前，公司于2007年12月通过出售优先股增资70亿美元。这并没能稳定住局势。

2008年7月7日，房地美和房利美的股价降至14年来最低。2008年7月10日，政府宣布房地美技术性破产，房利美的如此下场为期不远。《纽约时报》7月11日报道称，布什政府正在考虑接管房利美和房地美，因为公司股价的下跌使其难以融资。同时，还有人担心这两家企业持有的抵押贷款将带来更多的损失。美国财政部长鲍尔森宣布，在政府介入救助债权人之前，政府支持企业的任何损失都必须由股东承担，局势更加混乱。

2008年7月13日，美联储和财政部的官员召开紧急会议，讨论房利美和房地美救助方案。会议最终形成法案提议，如果这两家企业不能通过市场融资，联邦政府将向房利美和房地美注资数十亿美元。它们的信用额度已经提高到3000亿美元。当发生紧急流动性事件时，纽约联邦储备银行将会提供过渡性信用便利。这次紧急会议数天以前，面对国会委员会的质询，鲍尔森和美联储主席伯南克表示，尽管预计会新增损失，但经济和金融体系状况正在改善。鲍尔森在几周前就指示他的手下准备对房利美和房地美的救助计划。

《2008年住房与经济复苏法案》在2008年7月签署成为法律，根据法律建立了新的联邦机构，即联邦住房金融局（Federal Housing Finance Agency），负责监管房利美、房地美和12家联邦住房贷款银行。新机构将承担联邦住房企业督察局和联邦住房金融委员会的责任。法律授予房利美、房地美和联邦住房贷款银行无上限的信用额度。财政部也可以购买房利美和房地美的股票以便提供资本。

这些措施没有阻止形势的恶化。8月6日，房地美报告第二季度损失8.2亿美元，远远高于分析师的预测。公司还警告后半年将出现更多亏损。随后，房利美报告亏损23亿美元，并宣布将会减少购买抵押贷款数量，房产市场再次受挫。

---

① Charles Duhigg, "Doubts Raised on Big Backers of Mortgages," *New York Times*, May 6, 2008.

8 月 10 日鲍尔森表示，没有任何对房利美和房地美进行注资的计划，但不到一个月后，2008 年 9 月 8 日，财政部接管了这两家政府支持企业，两家企业被托管，更换了公司高级管理人员。新成立的联邦住房金融局局长杰姆·洛克哈特（James Lockhart）负责两个企业的控制权。至此，房利美和房地美在 2008 年的亏损总计超过 140 亿美元，公司股票价值减少 90% 以上。尽管房利美和房地美都失败了，但农利美（Farmer Mac）保持盈利，公司股票价格在 2008 年第二季度初增长了 153%。

财政部为房利美和房地美建立了新的安全放款信用便利。此便利贷款可以由房地美、房利美发行的抵押贷款支持证券，或由联邦住房贷款银行的预付款进行担保。由于政府支持而被托管，房利美轻而易举地销售出 70 亿美元两年期票据。财政部进一步同意购入多达 1000 亿美元的房利美和房地美高级优先股，并提供高达 2000 亿美元的资本作为债务支持。作为交换条件，财政部获得 10 亿美元房利美和房地美的优先股，同时财政部也有权购买各 79.9% 的两家公司普通股。

房利美和房地美的接管触发了这两家企业的信用违约责任。因为政府接管和支持，违约支付额有限。无法估量的是，在这两家企业破产之后，如果政府对其提供支持，将会发生什么。不管怎么说，政府接管后，股票市场开始重整。房利美 2008 年第三季度亏损 290 亿美元，并且预计在年底前会发生更多亏损，可能需要政府注入巨额资金。同时，一场新的风暴将要席卷雷曼兄弟。

第4章 大恐慌的开始

第1节 金融飓风

雷曼兄弟

2008年9月15日，雷曼兄弟从世界通信公司的手中接过接力棒，刷新了史上最大破产案的纪录。这股风暴迅速席卷华尔街，并几乎拖垮整个美国经济。应当说，雷曼兄弟是流动性危机资产链条上的又一个牺牲者，其实在破产之前，有关雷曼兄弟财务状况恶化的所谓谣言就一直未中断。雷曼兄弟没有贝尔斯登幸运，后者得到了美国联邦政府的紧急援助。

雷曼兄弟并不是一夜暴富的典范。公司成立于1850年，成立之初是设在亚拉巴马的一家棉花经纪公司。南北战争之后，公司搬到纽约，业务蒸蒸日上，直到20世纪70年代，这家公司在纸上作业危机中几近倒闭。当时许多经纪公司在这场危机中破产，原因是订单太多，当时的系统根本无法处理那么多超预期成交量的相关文件。雷曼兄弟拒绝了神通广大的桑迪·威尔递过的橄榄枝，桑迪后来成为西尔森—海登斯通（Shearson Hayden Stone）证券代理公司的总裁。1977年，雷曼兄弟与库恩雷波（Kuhn Loeb）投资银行合并，曾在尼克松执政期间（1972—1973年）担任商业部长的皮特·彼得森（Peter

G. Peterson）加入雷曼兄弟，帮助其扭亏为盈。[1]彼得森后来与同为雷曼兄弟前任高管的史蒂夫·施瓦茨曼共同建立了私募基金公司——黑石集团。

1984年雷曼兄弟再次陷入危机，以3.6亿美元的价格被桑迪·威尔所在的西尔森（运通公司）收购。合并后的公司在1990年再次遭遇金融危机，在3个月的时间里损失近10亿美元，但劫后余生。1994年，雷曼兄弟脱离美国运通公司，由理查德·富尔德（Richard S. Fuld）担任公司的总裁及CEO。他上任之后确立的目标是将公司打造成能与高盛在华尔街抗衡的投资银行。这条路并不平坦，1998年雷曼兄弟由于在商业票据和回购债券协议的后续发行方面不顺利，又一次经历了流动性危机。有传言说雷曼兄弟在由亚洲和俄罗斯的金融危机及大型对冲基金公司长期资本管理公司（LTCM）破产造成的市场动荡中遭受了巨额损失。因此，与雷曼兄弟进行交易的公司提出更多的资产抵押要求并提高了利息水平，这使得雷曼兄弟的高杠杆资产雪上加霜。富尔德谴责造谣者与高盛及其他竞争者存在内幕交易，他说服纽约证券交易所出面证明雷曼兄弟财务状况良好，这才及时控制了对公司不利态势的发展。

雷曼兄弟摆脱谣言，峰回路转，富尔德重新回到挑战高盛的轨道上，而且看起来抗衡高盛目标的实现指日可待。雷曼兄弟从地产泡沫中受益匪浅，他们的商业地产业务扩展迅速，并通过2003年收购BNC抵押贷款公司一跃进入次级房贷市场。雷曼兄弟持有的抵押贷款资产由2003年的约390亿美元迅速升至2006年的1110多亿美元。2006年的年报表明它的回报相当可观，2007年持续盈利。2007年，雷曼兄弟在《财富》杂志“最受尊重的证券公司”的评选中排名第一，并且连续五年在《机构投资者》杂志发起的“全美调查”民意测评中，得票率居证券类和固定收益类的首位。但是，公司受到次级投资拖累，导致了公司的一些坏账。

富尔德在雷曼兄弟2007年第四季度的新闻公告里提到：

尽管投资运营环境仍不尽如人意，雷曼兄弟还是显示出跨越市场周期的投资能力并给股东带来了价值。公司全球化的资产配置实力及品牌效应前所

---

① Tim Carrington, *The Year They Sold Wall Street*, pp. 226 – 227.

未有，公司的年报显示出雷曼兄弟持续的多元化业务增长能力。我们一直致力于为客户提供最佳的风险管理及投资方案。[①]

雷曼兄弟宣布，鉴于住房销售量的持续下滑及相应业务量的减少，公司放弃按揭贷款批发市场业务。

因为业务发展模式与贝尔斯登极其相似，雷曼兄弟在2008年开始受到质疑与打击。贝尔斯登宣布破产的第二天，也就是2008年3月17日，雷曼兄弟的股价下降了19%，收盘价为31.75美元；2007年的这一天，股价为每股82美元。雷曼兄弟仅有250亿美元资本用来支撑7000亿美元的资产及负债。公司持有的资产多数为长期资产，而负债多为短期负债。雷曼兄弟通过短期回购协议交易来为其运营筹资，也就是说，它需要在回购协议市场每天筹措上百亿甚至是上千亿美元的资金来维持运营。这也意味着回购协议的交易方一旦对雷曼兄弟失去信心，不再与其进行回购协议的操作，雷曼兄弟就将被迫停止业务。

2008年3月，雷曼兄弟通过优先股的销售筹得了40亿美元以维持资产状况。但人们仍持续关注公司的次级按揭贷款问题。同时，雷曼兄弟在澳大利亚也深陷由销售担保债务凭证（CDOs）招致的官司，其实它们的抵押贷款中只有1%是次级贷款，但澳大利亚的有些机构购买了美国的次级证券。

当雷曼兄弟在2008年4月清偿了两只货币市场基金之后，公众的担心愈演愈烈。尽管公司第一季度的报告比预计的要好，实现盈利11亿美元，但这一数值远远少于2007年。雷曼兄弟还公布了公司的资金状况，期望公众相信它与贝尔斯登不同，并没有为抵押贷款损失所累。说服的表演还没有完成，接下来公司第二季度就出乎意料地报损28亿美元，这是公司有史以来的最大亏损额，也创下了雷曼兄弟自1994年以来的季度亏损之最。损失大部分源于两个大型地产项目的投资失败。2008年6月雷曼兄弟筹到60亿美元来抵补第二季度的亏损，使资产负债表不那么难看。股权投资者包括新泽西州养老基金和美国国际集团（AIG）的汉克·格林伯格（Hank Greenberg）。

---

① "Lehman's First", *Investment Dealers Digest*, November 17, 2007.

富尔德在第二季度的亏损之后换掉了公司的两个高管：一个是公司总裁，他的至交约瑟夫·格雷戈瑞（Joseph M. Gregory）；另一个是公司的财务总监（CFO）埃林·卡兰。卡兰曾严词否认雷曼兄弟因商业地产的投资而面临巨额损失。事实上，根据雷曼兄弟的账面记录，公司在地产项目投资了 290 亿美元，其中大部分是用公司的自有资金为一个短期过渡性证券化项目融资。当时雷曼兄弟全球地产部分的负责人是马克·沃什（Mark Walsh），他在任期间，公司地产项目的投资一直呈增长态势。富尔德曾迫于多位高管不满于格雷戈瑞管理方式的压力，解雇了他，而格雷戈瑞当时积极主张减少公司对地产项目的投资。

为了减少市场对公司亏损的担忧，雷曼兄弟宣布大幅度降低公司的融资杠杆比例，在资产负债表上减少了600 亿美元的资产。但他们没有披露的是，这是通过内部所谓的"回购 105"会计舞弊行为得以实现的。这种交易行为违反会计准则，将回购看作是销售，而不是融资。其实，这种行为从本质上来说并无不妥，但核查公司破产的人员发现，雷曼兄弟通过"回购 105"操作人为降低了杠杆比率，而且故意隐瞒那些资产。

"回购 105"类似于安然事件发生时引起广泛争议的一种资产负债表表外交易。雷曼兄弟辩称他们所做的只是简单的回购协议业务，之所以没有纳入资产负债表，是因为最后回购的证券往往可能不是当初售出的那种。美国没有任何法律部门能够出面认可这是真实的交易，但雷曼兄弟在英国找到了一家法律事务所基于英国的法律认可了这一点。2007—2009 年，美洲银行在季度末的时候往往通过这种交易减少资产负债表的季报总额来达到公司内部的财务指标。汇丰集团也承认曾通过操纵 92 亿美元回购协议的记账分类来隐匿负债，从而缩减资产负债表的整体规模。

雷曼兄弟称公司有足够多的流动性储备来支撑这种操作，但它并没有对外披露这些所谓的流动性储备里多数资产并不具有流动性。其实，在雷曼兄弟进行这些操作之时，美联储和证券交易委员会的政府监管和调查人员由于贝尔斯登的破产，正在雷曼公司对其运营及风险控制进行仔细核查。

雷曼兄弟的股价持续下跌。为了平息四起的谣言和质疑，富尔德声明雷

曼兄弟不会和其他大的银行合并，仍会作为独立的投资银行存在。这种努力完全是徒劳，公司股价在 2008 年 7 月 1 日急剧下跌，雷曼兄弟在各种质疑声中举步维艰。当雷曼兄弟在 8 月宣布停止公司现有的次级按揭贷款业务并裁员 1200 人后，情况更加糟糕。在停止批发按揭贷款业务后，雷曼兄弟进一步裁员 1300 人。在破产前，雷曼兄弟共有 2.5 万名雇员。

当雷曼兄弟宣布第三个季度公司仍面临亏损时，危机达到顶点。它试图走出困境，穷极之下在 2008 年 9 月 8 日又解雇了 3 个高管。与此同时，交易对手也落井下石，摩根大通在 9 月 9 日要求雷曼兄弟增加额外的 50 亿美元抵押来保持雷曼兄弟的信用额度，但当时雷曼兄弟只能拿出 30 亿美元。接下来的第二天，雷曼兄弟提前公布，公司第三季度将亏损 39 亿美元，也就是说公司将前所未有地在半年时间里亏损 67 亿美元。这撼动了雷曼兄弟股票的根基，信用评级机构将雷曼兄弟纳入密切监控之列并威胁说，如果雷曼兄弟在接下来的一周时间不能筹到更多的资金，将下调公司的评级。评级下调会进一步扩大公司的流动性限制，交易方会要求更多的抵押担保。

2008 年 9 月 12 日，雷曼兄弟筹集了 80 亿美元来维持它在摩根大通的信用额度，这是它的全部家底，而此时其他公司还在催债。9 月 10 日，财政部长及高盛前总裁亨利·鲍尔森私下向美联储主席伯南克表示，他不支持为雷曼兄弟提供紧急援助。之后，美联储曾试图让其他投资银行提供援助。在这生死关头，高盛的 CEO 劳埃德·布兰克费恩表现得很乐观。在一次去参加商讨援助雷曼兄弟计划会议的路上，他的助手抱怨，雷曼兄弟即将破产会带来市场波动，布兰克费恩让助手闭嘴，并说道："毕竟你只从奔驰上下来去参加纽约美联储的会议，又不是让你从希金斯船上下来去登陆奥马哈海滩"[①]。最后，高盛没有参与对雷曼兄弟的援助。

英国巴克莱银行本来可以收购雷曼兄弟，却陷入了僵局。巴克莱银行必须征得全部股东的同意才能收购雷曼兄弟，而这一授权不可能在很短的时间内完成。因此，需要美国政府或英国政府保证在征得股东授权之前，为雷曼

---

① Susanne Craig, Jeffrey McCracken, Aaron Lucchetti, and Kate Kelly, "The Weekend That Wall Street Died," *Wall Street Journal*, December 29, 2008.

兄弟的账面差额买单，但两国政府都没有这样做。英国财政大臣奥斯塔·德林（Alistair Darling）对鲍尔森说："我们可不想输入你们的癌细胞。"[1] 位于伦敦的金融服务管理局（FSA）坚持收购必须拿到股东的授权，不能变通。时任纽约联储银行行长的蒂莫西·盖特纳（Timothy Geithner）试图给巴克莱银行提供担保，但美联储的律师称其所在的银行没有做此种担保的权利。

当鲍尔森拒绝用政府基金拯救雷曼兄弟时，雷曼兄弟就死定了。有报道说在参加一次讨论拯救雷曼兄弟的会议时，富尔德对鲍尔森非常不满。他对财政部长说："我在雷曼兄弟这个职位比你在高盛那个位子上待的时间长得多，不用你教我怎么管理我的公司。我会以我的而不是你的速度出牌。"[2] 富尔德拒绝了鲍尔森关于雷曼兄弟要想存活下来必须采取的措施的建议。他同时也拒绝降低公司的杠杆比率。他曾与韩国发展银行谈判，以每股23美元的价格出售公司49%的股权。随着雷曼兄弟股价的下跌，这一价格也持续下降，从每股18美元下降到每股6.4美元，最后谈判失败。雷曼兄弟也和中国的中信证券有过接触，意在出售50%的股权，但也以失败告终。

鲍尔森不承认自己对富尔德有个人恩怨，他解释说当时华盛顿并不存在拯救雷曼兄弟的任何政治意愿。鲍尔森一直因动用政府基金援助贝尔斯登而广受批评。曾有人引用他的话："有人称我为救难先生，我不能再这样做了。"[3] 2008年9月12日，一个紧急会议召开，参加人有鲍尔森、盖特纳及美洲银行、巴克莱银行、瑞银集团（UBS）、摩根大通、高盛和花旗集团的CEO们。所有人都拒绝在没有政府担保的情况下援助雷曼兄弟。

2008年9月12日，雷曼兄弟公布公司有410亿美元的流动性储备，但其中只有20亿美元的证券能够变现。绝望中的富尔德试图说服美洲银行在2008年9月13日来接管雷曼兄弟。但银行的CEO，肯尼斯·路易斯（Kenneth D. Lewis）拒绝回复富尔德的电话，他正忙着接管美林。雷曼兄弟也努力争取其他渠道的注资，但均以无果而告终。就在这骚乱当中，2008年9月15日凌

① David Wessel, *In Fed We Trust*, p. 19.

② McDonald and Robinson, *A Colossal Failure of Common Sense*, p. 307.

③ McDonald and Robinson, *A Colossal Failure of Common Sense*, p. 14.

晨，雷曼兄弟破产。据后来呈交给破产审理法院的一位顾问人员的报告称，破产登记时的混乱状况所造成的财产损失约为750亿美元，因为囿于当时的条件，无法非常迅速清晰地处理雷曼兄弟账面上的一些复杂的交易，报告中称之为毫无意义的不合理财产损失。无论怎么说，雷曼兄弟都是代价昂贵的破产案例。负责处理雷曼兄弟破产案的威嘉（Weil Gotshal）律师事务所在2009年4月将5500万美元收入囊中，这是他们为期3个月的工作回报。普华永道只是负责处理雷曼兄弟破产在欧洲的会计事务，就在2009年10月收入2.52亿美元。

雷曼兄弟在破产之前多次发表声明，声称公司资产结构良好、流动性充足，并且谴责卖空者造成了公司股价的下跌。尽管分析师们认为公司有足够的资金支持，但其实雷曼兄弟至少需要30亿美元的额外资金。来自纸媒的报告也认为雷曼兄弟的地产投资组合超高，至少100亿美元。就在雷曼兄弟破产之前，债权方核查雷曼兄弟的账面时也认为总资产高估300亿美元以上，债权方在破产清算时只能收回10%的资产价值。令人不解的是，就在破产之前，雷曼兄弟从其伦敦分部将大约80亿美元转移到纽约。雷曼兄弟伦敦地产项目的负责人要求退还这笔款项。

破产之前，雷曼兄弟也曾与美联储沟通，商讨采取其他形式援助的可能性。他们曾希望更多地利用美联储的信用资源转成国家银行。美联储否决了这个提议，但在雷曼兄弟破产之后美联储允许高盛和摩根士丹利获得国家银行身份。美联储曾在2008年9月15日雷曼兄弟破产后，借款1380亿美元给雷曼兄弟的股票经纪公司。这笔贷款意在保证股票经纪人具有充足的流动性，同时由于这笔贷款由证券投资者保护公司（SIPC）投保，因此政府有意愿保证该公司的正常运转。雷曼兄弟曾将它的一部分缺乏流动性的信用工具投资打包，以这些投资作为担保发行债务存单。这种存单被授予投资性评级，雷曼兄弟又以这些存单做担保，在破产前从美联储获得贷款。巴克莱银行收购了雷曼兄弟的核心业务，并接管了美联储的那些贷款，这样政府才不受其累。

雷曼兄弟在亚洲和欧洲的国际业务由日本最大的经纪公司野村控股收购。野村控股为亚洲业务出价2.25亿美元，但在后期公司并购整合中损失惨重。

巴克莱银行同意收购雷曼兄弟固定收益市场的业务及雷曼兄弟的办公楼，在讨价还价之后支付了17.5亿美元，但巴克莱银行没有接管雷曼兄弟的债务和问题资产。雷曼兄弟的管理人员称出售给巴克莱银行的资产被严重低估，也曾允许法官调查这笔交易。纽伯格（Neuberger）投资管理公司曾是雷曼兄弟投资管理的左膀右臂，在2008年夏季的时候估值100亿美元。在雷曼兄弟破产之后，这家公司报给两家私营证券公司贝恩资本合伙人和西尔曼 & 弗里德曼（Hellman & Friedman）的价格却降低到21.5亿美元。随着纽伯格投资管理公司运营资产的规模从8月底的2300亿美元下降到2008年11月的1600亿美元，这两家意在购买纽伯格的私募公司进一步压价。最后，纽伯格投资管理公司的经理人通过拍卖购买了公司51%的股权，其他的部分仍划归雷曼兄弟破产后的地产。

破产后的雷曼兄弟成了国会的众矢之的。公司在破产前刚刚支付了2300万美元给3个离职的高管。雷曼兄弟的CEO理查德·富尔德在10月6日被国会委员传唤，批评他在雷曼兄弟40年的职业生涯中赚得亿万美元。富尔德否认在公司倒闭前做过任何有关公司财务状况的不恰当发言。

负责核查雷曼兄弟破产案的人员认为债权人及交易方失去信心是公司倒闭的原因，由此引起流动性不足，无法与公司负债相匹配。而流动性不足是因为资产多集中于不断贬值且不具有流动性的住宅和商业地产等项目。当公司寻求战略伙伴以稳定军心的努力宣告失败时，这种信任进一步受到打击。当年第二季度和第三季度的连续亏损也进一步挫败了市场对它的信任度。核查人员认为公司的倒闭是源于业务经营模式判断的失误，采取任何行动都于事无补。但核查人员同时指出，由于公司的经营判断、“回购105”人为财务操纵的不充分披露，仍然可以提出对CEO富尔德以及雷曼兄弟三任CFO克里斯托弗奥·米拉、埃林·卡兰和伊恩·劳伊特的指控，而且也可以指控雷曼兄弟的审计师——安永会计事务所没有尽己所能纠正雷曼兄弟不当的、不充分的财务报告。当然，核查的代价也颇高，到2010年5月，用于雷曼兄弟破产的费用超过7.3亿美元。

雷曼兄弟破产之后，联邦住房贷款抵押公司也就是我们俗知的房地美，

当时手中仍持有12亿美元雷曼兄弟的商业票据。这种本应带来巨大利润、有足够资金支持、具有AAA评级的互换工具随着雷曼兄弟的破产一落千丈。雷曼兄弟破产事件证明，信用违约互换（CDSs）工具的表现更好一些。雷曼兄弟破产后通过拍卖的形式对其信用违约互换产品进行估值，结果是每美元的贴水为0.08美元，也就是说，信用违约产品支付方同意在两周内按每1美元支付0.92美元。雷曼兄弟账面上所有互换产品的名义总额超过4000亿美元，但其中信用违约产品的总额不过数十亿美元，因此这些产品的后续赔付进行得比较顺利而且及时。

雷曼兄弟破产的余波还在继续。包括雷曼兄弟在内的数家大型经纪公司成立了专门的机构，称为客户资产保全公司（CAP），其职责是安排SIPC对破产经纪公司资产超过50万美元的账户提供保险。但是，保险人只有大约1.5亿美元的储备资产来应对有关雷曼兄弟的索赔，而预计的相关赔付额超过100亿美元。

雷曼兄弟的破产同时也引起了全球范围的流动性危机。道琼斯指数在2008年9月15日下挫500点，跌至10917.51点，这一天也成为自“9·11”恐怖袭击事件以来华尔街最黑暗的一天。一天之间，大约有7000亿美元的资产在股市上蒸发。美国证券交易委员会在9月19日公布一项暂时性的规定，禁止卖空799只金融股票。但正如芝加哥单一股票期货交易所顾问华维茨所说的，卖空者其实可以通过卖空单一股票的期货或其他方式规避这个规定。

主要储备基金

2008年9月16日，也就是雷曼兄弟破产的第二天，主要储备基金首先宣布跌破净资产，也就是说投资者投资1美元的最终回本少于1美元，这引发了市场上的一片混乱与不安。主要储备基金持有大量雷曼兄弟发行的商业票据，在雷曼兄弟破产后基金经理将这些票据的价值归零。主要储备基金是货币市场基金储备联盟的成员。这一联盟由货币市场的两个鼻祖布鲁斯·本托和亨利·布朗创建，这两个人都曾是金融服务机构美国教师退休基金会（TIAA-CREF）的雇员。当雷曼兄弟宣布破产时，本托仍然是货币市场基金

储备联盟的主席。而作为网络银行的早期先锋人物，布朗在20世纪80年代从货币市场基金储备联盟退休，他在主要储备基金发生危机的前一个月，也就是8月辞世。

本托一直身处是否投资于雷曼兄弟发行的商业票据的争议之中。就在雷曼兄弟破产的前一个星期，本托还批评其他的货币市场基金没有完全意识到投资的全部风险，他几年来也一直反对货币市场基金投资于商业票据。别人曾引用他说的话："我们不抽烟、不喝酒，也不买商业票据。"①但是，由于投资回报落后于其他基金，货币市场基金也开始投资于商业票据，2008年9月货币市场基金的回报达到全行业最高。当时货币市场投资的回报为4.04%，而行业的平均回报只有2.75%。当然，高回报吸引了更多的投资者来投资，从而提高了包括本托在内的负责人佣金费用。

主要储备基金在宣布跌破本金之后，对要求赎回的客户延期7天偿付，投资者要求撤回的资本额高达400亿美元。其实，在宣布亏损之前，基金就接到了一些客户的撤回申请，因此有人指控在公司正式公布亏损之前已经把亏损的消息泄露给了大客户。在基金账户被冻结之前，只进行了大约100亿美元的偿付。2008年9月30日，基金宣布将给投资者退款200亿美元，但这只占到投资者总投资额的30%~40%。10月末的时候，基金按照投资者账户上余额的一半以支票的形式退款给客户，并且承诺说不久之后会退回更多的款项。基金的流动性大幅下降，也不鼓励再次转手，这并不符合货币市场基金的基本特性。通常来说，货币市场基金的流动性非常高。

破产时基金共持有620亿美元的资产，其中只有7.85亿美元投资于雷曼兄弟的商业票据。最大的一笔亏损是用来应对监管当局及27个投资者的指控，数额达35亿美元。这笔亏损直接将客户的偿付比率拉低至1美元偿付97美分。之后，基金接连受到数个指控，人们开始质疑基金的留存抑或是解散，因为它只是拿客户的钱去应付官司。

接下来，人们开始质疑基金信息披露的不及时，因为在第一份报告宣布

---

① Steve Stecklow and Diya Gullapalli, " A Money - Fund Manager's Fateful Shift," *Wall Street Journal*, December 8, 2008.

的 5 个小时前，基金已经跌破了本金。尽管这种质疑尚存争议，但马萨诸塞州的监管人员指责基金的确为了避免资产回撤，有意隐瞒了真实状况。SEC 也指控布鲁斯·本特和他的儿子在雷曼兄弟宣布破产的两天里发布了关于基金损失状况的不实信息。SEC 也敦促基金马上将应付诉讼的资金储备用来偿还投资者。

直到货币市场基金遭遇困难的 6 周之后，投资者仍然没有拿到他们的资金。为了缓解投资者的担忧情绪，2008 年 11 月 20 日，财政部宣布成为基金剩余资金购买人。最后，在 2009 年 11 月通过了资产分配的最终方案，每 1 美元退回不少于 0.99 美元给投资者。直至 2010 年 7 月，资金的退回工作也还没有完成。

与此同时，主要储备基金的状况在其他的货币市场基金触发了恐慌。早在 1959 年，《时代》杂志就有文章曾经警示说，市场的普遍下行会引起共同基金投资人赎回投资，当资产清算之时就会导致市场崩溃。彼时货币市场还没有面世，但其警示同样适用。另一个有关银行撤离共同基金的预言发生在 1960 年，而且亨利·卡夫曼 1994 年也曾有一个类似的预言。[①]卡夫曼曾在 20 世纪 70 年代和 80 年代就职于所罗门兄弟公司。由于他曾准确地预测了利率的上升和债券价格的下跌，因此被称为“厄运博士”。具有讽刺意味的是，卡夫曼也曾是雷曼兄弟持股公司的高管，同时也是雷曼兄弟财务及风险控制委员会的成员。尽管他在伯纳德·麦道夫庞氏骗局中也遭受了损失，但 2008 年他做空标准普尔 500，大赚了一笔。

卡夫曼认为货币市场应当同银行一样接受监管，因为货币市场已经成为银行存款的替代，因此应当通过监管货币市场来防止存款流失。与银行对大额存单和定期存单客户的要求相同，他建议应当要求货币市场投资者在撤回资金前，提前 60 天或 90 天发出回撤通知。但美国投资公司协会和纽约联邦储备银行发表的研究报告说，共同基金持有人从未遭遇集体恐慌并同时回撤资金。因此，卡夫曼的建议也就没有了下文。但他的这种担心是正确的[②]，这

① Matthew P. Fink, *The Rise of Mutual Funds*, p. 39.

② Matthew P. Fink, *The Rise of Mutual Funds*, pp. 150 - 151.

种担心也被主要储备基金破产印证了。

其他货币市场基金同样难逃厄运，因为这些基金投资于资产抵押商业票据（ABCP）和其他商业票据，但这些票据市场已经被冻结。投资者的反应就是集体撤出货币市场基金，在主要储备基金发生问题之后的两个星期时间，有2000亿美元的资金净流出，其中1252亿美元是在2008年9月17日那个星期流出的。投资者担心其他货币市场基金也会跌破本金，因此纷纷回撤资金。而在此之前的一个月，还有284亿美元的净流入。情况不容乐观。

货币市场的恐慌像野火一样蔓延开来，直到9月19日财政部出面宣布提供500亿美元资金，对货币市场损失提供暂时性担保，市场状况才暂趋稳定。最初的担保于2008年12月18日到期，之后又延续到2009年。参与担保计划的货币市场基金需要以2008年9月19日的账面净值为基准缴纳费用，当时参与担保计划的货币市场基金净值超过3万亿美元。

用于担保的资金来源于财政部的交易稳定基金，此基金依据1934年通过的《黄金储备法》设立。之前此基金曾用于稳定汇率，并在墨西哥州1955年面临金融危机时提供紧急援助。财政部对货币市场基金进行担保这一消息的公布，使得人们开始担心存单市场的资金回撤。联邦存款保险公司担保的存单可能得到比货币市场基金更低的回报率。存单的回报率更高会加重银行面临的困难。2009年SEC就货币市场流动性问题回应说，建议货币市场保持更好的流动性。其实，SEC在监管条例（条款2a－7）中已经对货币市场基金的期限及流动性进行了限制以防止主要储备基金面临困境。但事实证明，SEC的监管不力。

主要储备基金跌破本金也引发了货币市场基金专业投资者的恐慌，他们大规模回撤资金。为专业投资者提供服务的百能投资公司共持有资金123亿美元，在2008年9月18日关闭了它的百能优先货币市场基金。与此同时，同样服务于专业投资人、由纽约梅隆银行发起的BICR基金在2008年9月18日也跌破了本金。

雷曼兄弟的破产也直接导致旗下由景顺集团管理的“稳定基金”面临困境。此基金投资于高等级的公司债券及其他长期固定收益工具以追求本金面

值的稳定并带来稳定的投资回报率。与其他此类基金一样，雷曼兄弟的稳定基金也在第三方金融机构进行了投保，以规避基金低于面值所带来的损失。但雷曼兄弟破产时终止了对基金的保险。由于保险终止及债券价格的下降，2008 年底投资者面临小幅亏损。

2008 年 10 月 21 日，财政部宣布创建货币市场投资基金便利，由纽约联邦储备银行提供最高可达 5400 亿美元的超级援助资金，为 5 只特殊用途的金融工具融资，具体产品由摩根大通负责管理。这个计划的出台意在保护货币市场基金，因为货币市场基金从 9 月初开始就有 5000 亿美元资产流出，而且基金流动性不足。特殊用途的金融工具用来购买存单、银行票据及期限少于或等于 90 天的商业票据等货币市场产品。拥有此特殊用途金融工具的机构被授权卖出资产抵押商业票据或从纽约联邦储备银行借款。

AIG 的崩塌

2008 年 9 月 16 日，允许雷曼兄弟破产的第二天，美联储出手援助美国最大的保险公司——美国国际集团（AIG）。AIG 的崩塌与处理安然丑闻的纽约总检察长艾略特·斯皮策有着千丝万缕的联系。斯皮策最初指控世界上最大的保险经纪公司——威达信（Marsh & McLennan）欺骗客户，通过向保险公司介绍客户，从保险公司牟利。威达信为平息斯皮策的指控，付出了 8.5 亿美元，并且威达信及其他大型保险经纪公司同意终止斯皮策指控的最终目标——或有佣金。此项费用高达 10 亿美元以上。此佣金以经纪公司给公司介绍客户的保险金额为计算依据，由保险公司偿付给保险经纪公司。

斯皮策共指控了威达信的 16 名员工，其中很多人被认定罪名成立。斯皮策用此来回击美国商会，美国商会曾批评他不应就行业的通行做法提出指控。美国商会的会长汤姆·多诺霍则指责斯皮策同时扮演“调查员、检察官、法官、陪审官和执行人的角色”。分属于信达公司和麦克伦南公司的威廉·吉尔曼和爱德华·麦肯锡拒绝接受指控，但 2008 年 2 月，两人被认定违反反垄断的《纽约唐纳利法》，同时免于欺骗及其他的指控。这两个人被判 16 个月监禁，缓刑 5 年，同时被要求从事社区服务。但是，州法官在 2010 年 7 月搁置

了这一裁定，因为诉讼过程中隐瞒了成百上千页的律师辩词，这些辩词中包含申明无罪的证据。检察长办公室人员发誓进行上诉。经过11个月的法官审理，这两个人及威达信的另外3个雇员在2009年10月被认定无罪。对另两个威达信雇员的指控也由于安德鲁·科莫对斯皮策检察长一职的继任而搁置。

由于斯皮策的指控，威达信为其行为公开致歉，并且令公司的CEO杰夫里·格林伯格（汉克·格林伯格的儿子，汉克为AIG的CEO）辞职。公司的数个管理人员也被迫离职。公司的董事也由于斯皮策的要求而重新进行任命。斯皮策要求董事会成员全部由对公司所知甚少或完全不知晓的外部人员组成。威达信公司也被要求由不同的人担任董事会主席和CEO。这种安排在安然丑闻后成为SEC的普适改革措施，效果卓著。

斯皮策对威达信提出的公司治理方面的改变并没有提升公司的盈利性。格林伯格的继任者迈克尔·卡斯基作为威达信公司的CEO能力欠佳。在他任职的3年时间里，公司的盈利能力不断下降。2007年第四季度公司的收入降低了62%，迈克尔被解雇，由曾就职于AIG数年之久的布莱恩·杜雷接任CEO。威信达管理层很快宣布了公司重组计划。

随着斯皮策被迫辞去纽约州州长的职位，威信达接近新的检察长安德鲁·科莫，并请求同意终止收取或有佣金的禁令。科莫接受了这个请求，同意与纽约州保险检察长埃里克·迪纳罗进行磋商。科莫说这旨在认定或有佣金是否造成了像斯皮策所说的各方不可调和的利益冲突。纽约保险局之后同意包括威信达在内的公司收取或有佣金。

同时，斯皮策将注意力转向AIG并且使公司创建人汉克·格林伯格因不恰当的会计行为于2005年被迫辞职。斯皮策并未就此善罢甘休，他在电视访谈中指控格林伯格实施欺诈，问题在于格林伯格应受民事指控还是刑事指控，这一行为出乎法律界的意料。《华尔街日报》强烈批评斯皮策不通过司法系统而是利用电视控告格林伯格。《纽约时报》在之后用标题进行指控，矛头直指格林伯格："行业霸主罪有应得。"高盛前主席约翰·怀特海德曾在格林伯格2003年竞选CEO时在《华尔街日报》的点评中为他进行辩护，怀特海德称格林伯格是"美国最好的CEO和最慷慨的慈善家之一"。

怀特海德还批评斯皮策在指控没有被证实甚至还没有记录在案时就声称格林伯格实施诈骗。斯皮策对怀特海德予以还击。根据已发表的怀特海德写给《华尔街日报》编辑的信中所述，斯皮策打电话给怀特海德说：

怀特海德先生，现在我们之间已经开战，你已经打了第一枪。我会还击，你将为此付出代价。这仅仅是开始，你会为你所做的事付出惨痛的代价。你会后悔不该写那封信。①

怀特海德认为这通电话“有点吓人”，斯皮策则辩驳说怀特海德在撒谎，但很多人并不相信他的辩驳。还有一次，由于有个电台节目对斯皮策提出了质疑，他就扬言要对此节目的制作人进行报复。斯皮策开始在更广泛的范围打击格林伯格，也在公开场合说格林伯格在35年之前就曾经在慈善中作假，但他并没有针对此事进行记录指控。斯皮策接下来缓和了对格林伯格欺诈的指控。他转而对格林伯格进行民事起诉，认为后者作为AIG的主席行为不当，后来斯皮策将六个起诉中的两个撤销，而这起诉讼直到数年后也没有结案。

AIG与司法部达成延迟诉讼协议，并同意因为帮助PNC金融服务集团和亮点公司操纵会计报告而向SEC支付1.36亿美元。普华永道由于对AIG的不当审计，同意向俄亥俄州的一个养老基金支付9700万美元。AIG也同意指派一名监察人员审核公司的会计账目。这名监察员是来自于凯悟律师事务所的詹姆斯·柯林斯，AIG为此支付2000万美元。

AIG后来又因为围标及其他的不当会计行为进行道歉，并支付16.4亿美元用来平息斯皮策和SEC的相关指控，柯林斯的监察工作也因此延续。AIG重新报告了数年前的公司收入，差额为39亿美元。根据AIG与监管当局达成的协议，柯林斯一直在审核AIG的财务章程与财务控制。他参与公司的董事会议，却全然没有意识到AIG金融产品部门的风险正在将公司引入崩溃。

在斯皮策时代，有几家保险公司也卷入了保险丑闻。2007年，旅行者公司为应对数个州的指控，同意支付600万美元。苏黎世美国保险公司因在获得商业保险合同中进行围标，受到9个州的指控，同意支付1.717亿美元。

---

① John C. Whitehead, "Scary," *Wall Street Journal*, December 22, 2005.

联邦政府发起了对再保险巨头——通用再保险公司4个高管的刑事诉讼，分别是联邦储备局前官员、公司CEO罗纳德·弗德森，公司CFO伊丽莎白·蒙拉德，公司高级副总裁及总顾问助理罗伯特·格拉汉姆，公司负责有限再保险业务的高级副总裁克里斯托弗·加兰德。同时被起诉的还有一位AIG的高管，即负责再保险业务的副总裁克里斯汀·米尔顿。起诉书上指控被告虚构AIG下属公司与通用再保险公司交易，利用不实账目虚报AIG亏损储备金数额。当时财务分析人员担心AIG在2000年第三季度的亏损储备金减少6000多万美元，他们这种虚报正是基于此。起诉指控被告在2000年和2001年间通过一种为货币进行时间价值保险的复杂有限保险产品，操纵AIG的亏损储备金，金额约为5亿美元，以此来虚报公司为潜在亏损设立的储备资金。

此案颇为引人注目，因为通用再保险公司实际上由沃伦·巴菲特掌舵的伯克希尔·哈撒韦公司控制，在这笔交易中获利500万美元。联邦政府指控说交易的参与者秘而不宣，实际上并没有任何保险风险转移给通用再保险公司。对通用再保险公司高管的审讯涉及大量的电话录音，而这些高管当时并没有意识到电话被录音。在一次通话中，通用再保险公司的高管问AIG："有多少好处?"被告曾说巴菲特本人知晓这种安排而且并不反对，但巴菲特从未出现在审讯现场，被告也无法为他的说法提供证据。这4名高管都在2008年2月25日被陪审团判刑。

通用再保险公司的另外两个高管约翰·沃斯和理查德·奈培与起诉人商讨，同意在审讯中为联邦政府提供证据，以此来换取两年的缓刑。CEO弗德森被判4年监禁，蒙拉德被判刑18个月，格拉汉姆和加兰德被判刑1年零1天。AIG因牵涉到与通用再保险公司的交易，同意向代表3家州立养老基金的俄亥俄州首席检察官支付7200万美元。

通用再保险公司2010年同意支付9200万美元，与司法部达成和解，延缓起诉，同时要求伯克希尔·哈撒韦公司的CFO出席通用再保险公司的审计委员会议，通用再保险公司任命一名独立的审计长，严格遵守公司章程。

尽管约瑟夫·布兰登没有被豁免，与公诉人尽力合作，也没有被以任何罪名起诉，但联邦政府公诉人还是要求伯克希尔·哈撒韦公司辞退通用再保

险公司的现任 CEO 布兰登。面对这样的压力，布兰登于 2008 年 4 月 14 日辞去通用再保险公司董事会主席及 CEO 的职务。当时，很多人认为他在伯克希尔·哈撒韦公司有希望成为巴菲特的继任者，但由于此事件，他决定退出公司。

格林伯格是在二战中参加过诺曼底登陆及朝鲜战争的老兵，他执掌 AIG 长达 40 年并亲手将公司构建成世界上最大的保险公司之一，公司资产达 1000 亿美元，雇员数千人。他在被驱逐出 AIG 后奋起反击。格林伯格控制着胜达国际，胜达国际拥有 AIG 10% 的股权并负责设定 AIG 高管人员的薪酬。他解雇了从胜达国际去 AIG 的管理人员，引起 AIG 的进一步混乱。同时，他也在增持 AIG 的股票，宣布寻找“新的战略部署”，言下之意是他在伺机重新掌控 AIG。当纽约保险署转告他说，即使他想并购 AIG，也要得到保险业总监察长迪纳罗的批准时，格林伯格的威胁才有所收敛。迪纳罗不太可能批准并购，因为他是斯皮策班子的公诉人，在斯皮策成为联邦政府官员后，迪纳罗被任命为保险业总监察长。尽管如此，格林伯格还是通过胜达国际建立起数个保险公司，并从 AIG 招募人马。紧急援助 AIG 后，联邦政府在 2009 年对 AIG 实行了薪酬限制，这些人早已心猿意马。

纳斯达克前高管弗兰克·扎布在格林伯格被罢黜后出任 AIG 董事会主席。扎布招募 SEC 前主席阿瑟·莱维特作为 AIG 董事会顾问，莱维特在离开 SEC 后成为不受企业欢迎的人。马丁·沙利文任 AIG 的 CEO。在格林伯格离任不久，AIG 重新公布了公司财务报告并归咎于格林伯格。格林伯格的律师反驳说公司在操纵财务报告，也没有必要重新公布财务报告，他们这样做只是为了让下个季度的报告看起来更好一些。事实上，公司在 2006 年财务报告是盈利的，而且公司早期的一些财务改动在后来都被推翻了。

2009 年 8 月，格林伯格结束了一场与 SEC 的官司，SEC 指控他作为 AIG 的“控制人”应当对公司的不当会计行为承担部分责任。最重要的是，格林伯格曾夸口说 AIG 从未有过承保损失，为了维护他的夸夸其谈，他取消了一笔承保损失，将这笔损失转为投资损失。SEC 并没有指控格林伯格欺诈，格林伯格同意支付 1500 万美元了结此案。如果案子进行到讯问阶段，这些钱用

来聘请律师都不够。此案的结果没有限制他在公共企业就职，而这往往是对SEC涉案人的通行做法。

AIG和格林伯格之间发生过多起互相起诉、应诉的案件。AIG董事会和沙利文确实花费了太多的时间来应对格林伯格对公司控制权的挑战，以致疏忽了公司的业务管理。公司的一些应对手段即使不能说是愚蠢，也不够聪明。例如，格林伯格试图从公司律师那里拿到一些证明文件，声称能够使他免于因不当批准一些有限保险业务而被起诉。当然，不给格林伯格提供这些可能使他免于起诉的文件是公司所愿，但公司为此不惜一切代价。在纽约州预审法院的官司中AIG败诉，但AIG继续与格林伯格交战到纽约州上诉法院。

格林伯格和其他3个AIG前高管还牵涉一起金额为1.15亿美元、与他们在胜达国际时的行为相关的集体诉讼，但偿付金的大部分是由保险公司按承保条款支付的。格林伯格的律师说格林伯格没有从自己口袋里掏一毛钱。2008年3月，AIG书面指控格林伯格及其他AIG前高管在2005年侵占巨额AIG公司股票，由胜达公司负责持有，达200亿美元。此案在2009年6月进入法庭讯问阶段，顾问陪审员做了有利于格林伯格的裁定。联邦法官在听证之后确认了陪审员的裁决。格林伯格还和科莫达成了一份口头协定，了结针对他的一切指控，但随着AIG之后的破产，此事也不了了之。

沙利文和格林伯格在媒体上互撕，较量谁更有管理才能。沙利文援引了几个争论的焦点，最后证明格林伯格应该受到指控，而且没能力管理像AIG这样的大型综合性公司。他被当作AIG“白衣骑士”，持续整顿公司。公司在他的带领下于2006年实现了盈利，但好景不长，当公司在次贷危机中遭受巨额损失后，沙利文作为英勇之士的光环也很快褪去。

无论从哪个方面看，在沙利文任期内，AIG都是在走下坡路。有时也是他的运气不佳，比如说公司不得不为飓风和地震买单。但是，最终导致AIG崩溃的直指2005年公司巨幅上升的CDSs业务量。显然，公司在用此业务代替由于斯皮策而停掉的产品。就像格林伯格之后于2009年面对国会指控证词中说的那样，AIG管理层过于贪婪而将CDSs业务量翻了3倍。但是，许多与CDSs相关的业务都是高等级的CDO。这些源于CDO的支付流都拿到了评级

机构超过投资级别的评级，甚至是AAA等级。通常来说，这样的等级意味着安全性很高。因此，沙利文在2007年12月指出，这些产品的风险敞口发生经济损失的概率近乎于零。

2008年，AIG开始涉足CDSs业务，名义价值为4400亿美元。除非信用等级下降，这些互换产品中多数并不需要AIG出具抵押品。当然，最后这种状况确实发生了。其他互换都是“现收现付”，也就是说相应的责任是与市场价值相关联的，当次贷危机越发严重时，市场价值也会随之下降。普华永道作为负责AIG审计的公司，后来总结说AIG为抵押贷款相关产品进行估值的方法及相应的会计控制具有“实质性的缺陷”。

2008年1月，AIG被迫筹集25亿美元给夜莺金融公司，以救助结构化投资工具（Structured Investment Vehicles，SIVs）。AIG 2007年第四季度报告巨额亏损，抵押贷款相关业务减记52.9亿美元，其中CDS相关业务减记48.8亿美元，之后股价大幅下跌。沙利文将亏损归咎于按市值估价的会计要求。他抱怨说尽管公司并没有出售这些产品的意愿，但公司不得不按照要求将公司持有的产品估值降低。2008年第一季度AIG报损78.1亿美元，这是公司有史以来最大的季度亏损额。亏损的大部分来自于CDS产品，此产品减记91亿美元。沙利文辩称巨额亏损是由公允价值会计准则造成的。

雷曼兄弟破产后，CDS市场经受着严峻的考验。所有与雷曼兄弟相关的CDS负债都得到了及时、有效的解决，但还有一些较早的CDS市场相关问题尚存争议，由此引发的损失是否应当由提供信用保护的销售商赔付也并无定论。为了解决这些问题，国际互换与衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association，ISDA）拟定了一个协议，要求涉及争议的公司向由投资人和互换产品经纪公司组成的裁定委员会提交争议。AIG在15个月的时间内亏损1000亿美元，亏损主要来自于CDSs产品，但它拒绝签署这份协议，希望等风头过后与各个交易方单独进行双边谈判。其实，这种做法使局势更加复杂化。

AIG宣布将吸收新增资本125亿美元，之后增加到200亿美元。格林伯格以一封给董事会的言辞激烈的信作为回应，要求公司延迟召开年度董事会议。

他认为 AIG 已身陷危机并断言公司即将崩溃。董事会拒绝了格林伯格的要求，年度董事会议按期举行。会上，董事会成员及高管们没有给投资人带来实际意义上的希望，但他们表示与投资者一样失望与担心，他们也同样“失望”和“感到失落”。

这种表态无法平息投资者的担心，很多大股东质疑沙利文的管理能力并责难公司左右摇摆的风险控制管理。他们也在试图至少更换董事会成员中的一部分 AIG 高管。使沙利文更加焦头烂额的是，2008 年 6 月 SEC 和司法部开始调查 AIG 是否虚报 CDSs 的价值，在公司的账目上，此类产品的价值约为 600 亿美元。

这些让 AIG 董事会无法接受，2008 年 6 月 15 日沙利文被解除职务，由花旗集团前高管罗伯特·维尔伦斯坦德继任。维尔伦斯坦德声称他将寻求与格林伯格和平相处并邀请格林伯格会面商谈。AIG 的确需要和平，公司在 2008 年第二季度又报巨额亏损，亏损额达 54 亿美元。这一亏损是 91 亿美元减记的结果。这一消息公布后，公司股价下挫 18%。公司股价从 2005 年 2 月的每股 72 美元直降到 2008 年 5 月的每股 39.57 美元。

2008 年 5 月 16 日，《华尔街日报》上的一篇评论说，斯皮策针对 AIG 的一系列指控使公司受挫，同时公司也因此失去了格林伯格的必要的领导[①]。AIG 的一名律师理查德·贝亚蒂耶写信给编辑说，格林伯格应当为公司账目的巨额损失负责。格林伯格的律师大卫·博伊斯写信回击称，AIG 公司文件表明，公司巨额亏损是在格林伯格离开公司之后产生的。贝亚蒂耶回应称斯皮策放弃起诉 AIG 的前提条件是格林伯格离开公司，博伊斯对此也予以驳斥。

格林伯格持有的 AIG 股份在 2007 年 12 月时市值为 8.02 亿美元。在公司破产后，这部分股份的市值仅为 2300 万美元。AIG 是流动性危机最极端的例证。约瑟夫·卡塞诺是 AIG 信用衍生品部门的负责人，广受诟病，但公司曾发给他 4300 万美元的解雇补偿费及 2.8 亿美元的奖金。AIG 在 2005 年强势进入 CDS 市场，业务归 AIG 金融产品（AIG Financial Products，AIGFP）部门管

① James Freeman, "Eliot Spitzer and the Decline of AIG,", *Wall Street Journal*, May 16, 2008.

理，这个部门由来自于破产的垃圾债券经纪公司德崇证券（Drexel Burnham Lambert，DBL）的几个交易商创建。根据 AIG 金融产品部门的计算机模型预测，这个业务简直是空手套白狼的生意。1998 年 AIG 的模型预测结果是，99.85% 的概率保证业务没有任何成本，只有在经济不景气时才有可能发生亏损。卡塞诺在 2007 年 8 月向投资者保证说："我们都难以相信，绝不是夸口，这类业务发生 1 美元亏损的可能性都不存在。"①

卡塞诺后来证实，在 AIG 金融产品部门他并没有承担过度的风险，真正的原因是其他投资银行尤其是高盛要求的利润率太高。他还证实，如果不是由政府接管 AIG，他可能会拒绝这一要求或至少加以调节。但是，政府答应了所有条件。在这件事上，联邦政府公诉人没有发现任何起诉卡塞诺的根据，只好结案，但纽约总检察长科莫仍在寻找相关线索。联邦政府公诉人态度突变，声称他们将注意力转向更容易认证的民事金融诈骗案件。

AIG 的股票贷款业务也遭受了数笔大额亏损，因为他们把数十亿美元的贷款盈利投资于次级分期付款相关产品。按照传统做法，股票贷款部门通常将可用资金投资于国库券及其他短期、低风险的金融工具。购买较高风险的次级工具是 AIG 所谓的"平方 10"计划中的一部分，此计划目标是增加 10 亿美元的利润。这部分投资最后被彻底地消除了。

当互换产品市场价值下降时，与 AIG 进行 CDSs 交易的交易方开始向 AIG 提出巨额抵押品要求。这自然会造成银行挤兑。很多大型的美国及外国投资银行都开始提出抵押品要求。AIG 最大的交易伙伴之一高盛开始在它的"现收现付"互换产品系统里，估低了与 AIG 交易的超高级别的次级 CDOs 产品的价值，但他们的估值无法与 AIG 达成一致意见。按照估值结果，高盛应当从 AIG 拿到 75 亿美元的抵押品，保留 25 亿美元 AIG 互换产品的风险敞口。

AIG 在 9 个月的时间内因为核减亏损了 185 亿美元，公司曾聘请耶鲁大学管理学院的金融学教授盖理·戈顿专门为公司设计了风险管理测算模型，但这笔亏损完全没有测算出来。随着 AIG 被信用评级公司降低信用等级，公司

---

① Robert O' Harrow, Jr. , and Brady Dennis, "Credit Rating Downgrade," *Los Angeles Times*, January 2, 2009, http://articles.latimes.com/2009/jan/02/business/fi-aig2/.

股价下跌43%，2008年9月15日公司破产。安然公司的悲剧再次重演，信用等级下降触发了与交易对方达成的信用协议规定的连锁反应。AIG信用等级卓著时的4410亿美元名义资产，就包括800亿美元与次级贷款相关的产品，也许实际次级产品更多。因为担心会被降低信用等级，AIG从2005年开始就不再为次级产品提供保护。

信用等级下降后，AIG被要求提供巨额资产抵押，总额达到130亿美元。例如，作为信用支付，AIG应当向德意志银行支付8亿美元，向高盛支付59亿美元，需要向法国兴业银行支付的金额与高盛相差无几。同样，因为信用评级下降，AIG还必须为公司租赁伦敦金融区金丝雀码头办公室多付7.27亿美元的抵押资产。

与对雷曼兄弟进行政府紧急救助的强硬态度不同，财政部长鲍尔森和美联储主席伯南克在2008年9月16日出手紧急救助AIG。雷曼兄弟的终结引发了恐慌，人们都认为如此大型金融服务机构的破产势必严重破坏金融系统。AIG一旦破产，则更为可怕，因为AIG可以说是金融巨头，总资产达到万亿美元。依据净承保额，AIG人寿保险业务在美国排名第一；按照总资产，AIG排名第三。按照保险费计算，AIG的财产保险和意外伤害保险业务在美国排名第二，按总资产排名第三。AIG也是CDS市场上最大的交易机构。AIG业务范围覆盖世界上130多个国家，拥有超过7400万个客户，在全球有11.6万名雇员。

通常，美联储会召集华尔街的大公司合议，然后再决定政府是否参与救助即将破产的金融机构。而对于救助AIG，鲍尔森显然只与他在高盛时的同事罗伊德·布莱克芬商议，后者与AIG有超过100亿美元的风险敞口。政府先是给AIG设定了850亿美元的信用额度，后来在2008年10月8日，将AIG的救助额度增加了378亿美元。最终，总救助额达到2070亿美元，其中1440亿美元在2009年8月已经划拨到位。作为交换，政府也得到了AIG股票80%的认股权证。

维尔·伦斯坦德被解雇，更换了新的管理班子。2008年10月3日，AIG从美联储获得了610亿美元的信用额度。政府任命了3个受托人来监督AIG

的董事会，这 3 个受托人拥有政府 80% 股份的投票权。有些国会议员对这种安排颇为不满，认为这 3 个人并不是独立的受托人，受财政部和纽约联邦储备银行的实际控制。

AIG 高管们的薪酬也受到了限制。2008—2009 年，高管们的奖金不能超过 2006 年和 2007 年奖金的平均值。此外，高管奖金不能超过他们基本工资的 3.5 倍。而且来自政府的资金不能用于给高管发放年度奖金和绩效奖励。国会召集 AIG 高管，证实并责令公司辞退每月拿百万美元工资却没有任何事做的顾问。

令国会议员更加恼火的是 AIG 在加利福尼亚度假村一周时间花费了 44.2 万美元，其中 2.3 万美元是用于 SPA 的花销，而且这件事发生在政府给 AIG 划拨信用额度之后。在这之后，许多公司取消了雇员的旅游度假计划，使美国度假产业遭受重创。上述供 AIG 挥霍的圣瑞吉斯帝王度假村在 AIG 度假事件曝光后，接到了很多客户取消度假的通知，最后在 2009 年 7 月易主，由夹层借款者花旗集团接管。由于承办了加利福尼亚州的高尔夫锦标赛，北方信托公司接着陷入批评的旋涡。它极为奢华地招待公司客户，特别请来歌手雪儿·克罗演唱。高盛、美林和摩根士丹利共花费 75 万美元，用于招待美国的客户。当 2009 年夏季高尔夫锦标赛在纽约举行时，没有一个公司的标志在赛场出现或在赛事过程中做广告。

在 AIG 破产后，沙利文被国会召见来证实并重申他的说法，他曾说公允价值会计准则是造成 AIG 困境的主要原因。他陈述说 AIG 的 CDSs 产品都以超高等级的 CDOs 为标的。他还解释说 AIG 早在 2005 年就基于信用考虑，开始缩减次级贷款相关产品的业务量。

科莫 2008 年 10 月 15 日宣布他正在调查 AIG 的高管们是否违反纽约的法律，滥用公司的资产发放奖金、让员工去加利福尼亚观看高尔夫锦标赛以及去其他国家狩猎。科莫还调查了给沙利文的 1900 万美元的解雇费，以及给 AIG 前首席财务官斯蒂芬·本齐格的 1000 万美元解雇费。接下来，AIG 冻结了应付给沙利文的解雇费，暂停了相关调查。与此同时，新奥尔良雇员退休系统起诉 AIG 的前任及现任高管。

科莫针对AIG奖金的调查显然是斯皮策针对纽约证券交易所理查德·格拉索薪酬计划进行攻击的翻版，尽管斯皮策并没有如愿。参议员查尔斯·格拉斯利试图进一步将事态闹大，他让所有50个州的总检察长都调查一下所在地区的金融机构有没有像AIG或其他的公司违反州法律那样，把纳税者的钱发给那些高管们。这样一来，AIG的事弄得更糟了。2008年12月披露的、之前没有曝光的另外100亿美元亏损是由AIGFP出售的投机交易产品造成的，而且这一亏损是公司其他大部分亏损的主要源头。

AIG在2008年第三季度报亏245亿美元之后，宣布公司CEO爱德华·利迪的工资为1美元。公司排名前七的高管2008年的奖金也被取消，公司排名前57的高管不能提高薪金。这些举措都没有让利迪逃脱国会的责难。在2009年5月13日举行的一次严厉的听证会上，国会议员谴责利迪对AIG的公司规则过于保密，他们警告利迪说，别忘了政府还拥有公司80%的股权。听证会后，利迪被解雇，他不得不在危机泛滥之时离开AIG，重新找寻新的职位。

由于AIG的态势每况愈下，政府同意增加对公司的注资。施行救助的相关条件也有所放松，AIG也不必再以大出血的价格出售公司的问题资产。2008年12月24日，纽联储从AIG购买了160亿美元的CDOs产品。交易是通过MLⅢ（Maiden Lane Ⅲ）来完成的，MLⅢ是由AIG和纽联储于2008年11月成立的机构，用来处理AIG公司投资于CDSs的产品。AIG同意投资50亿美元，纽联储同意最多向其借款300亿美元。成立此机构的目的是由它来收回CDSs产品的现金流，然后再用此现金流偿付纽联储给AIG的贷款，再将50亿美元还给AIG投资者。随后，利润由双方分配，其中2/3归纽联储。

2009年3月1日的周末过后，美联储宣布将为AIG提供300亿美元现钞，因为可以预见公司在2008年第四季度将报亏损617亿美元。政府也放松了注资之前的限定条件，把拥有的优先股转成普通股，不再要求最低的红利，这样AIG就不必再为优先股支付10%的股息，但政府会重点关注公司的关键盈利部门，确保政府在AIG的所有者权益。

美联储主席伯南克在2009年3月3日面对国会陈述AIG的证词时曾使用过非常严厉的词句：

AIG史无前例地在金融监管系统中开辟了真空地带。那些金融产品完全没有接受监管。这些互换基金业务，是由一个超大型的、稳定的保险公司来运作的，但他们在完全不负责任地用天文数字的资金作赌注，造成了巨额损失。在监管系统中确实存在着真空地带，因为完全没有监管。①

奥巴马就任总统不久，在参加《今夜秀》节目时曾说：

我们有个公司，叫AIG，它本来是个正常的、老牌的保险公司。然后，有一天他们决定——他们中的天才决定——我们让全公司都来弄互换产品，然后我们把这个衍生品卖给全世界的银行。②

美联储广受质疑，因为它一直对与AIG进行交易的公司名字守口如瓶，这些公司由于与AIGF进行衍生品交易需要追加抵押保证金，一直通过政府获得资金支持。但很快这些名字就泄露出来，迫使AIG不得不公布名单。国外银行包括德意志银行（120亿美元）、法国兴业银行（120亿美元）、巴克莱银行（85亿美元）和瑞士联合银行（50亿美元）。一些美国的大型投资银行也因与AIG的交易得到了全额偿付。当AIG评级下降、岌岌可危时，通过要求AIG提供数十亿美元的抵押资产，美国高盛在很大程度上对银行形成了挤兑压力。高盛从政府那里获得了额外26亿美元专门用于互换产品的紧急救助资金。高盛还将56亿美元部分标的为互换的CDOs产品全额卖给了政府，他们毫发无损。

高盛从救助AIG中共获得130亿美元，媒体开始质疑有什么理由用纳税人的钱去保护一个最富有的、最狡猾的华尔街公司。高盛与鲍尔森、与刚刚卸任的布什政府的密切关系也饱受指责。从政府救助中赚得盆满钵满的其他美国公司还有美林公司（获得68亿美元）、美洲银行（获得52.6亿美元）、花旗银行（获得23亿美元）、美联银行（获得15亿美元）。

格林伯格认为这些偿付是错误的，他认为政府不应该划拨全额资金进行

---

① Sudeep Reddy, "Bernanke Expresses Frustration Over AIG Rescue," *Wall Street Journal*, March 4, 2009.

② Noam Scheiber, "A New Theory of the AIG Catastrophe," *New Republic*, April 15, 2009.

偿付，这无疑是给那些大型银行送大礼。他认为 AIG 应该破产，而政府用于偿付的资金可以探讨用来进行公司重建。在他看来，政府出手救助 AIG 是个失败的策略。他还建议政府减持 AIG 的股份，从 80% 降至 15%，同时放松贷款条件。这样 AIG 才能吸收私人资本。格林伯格也不赞成政府因为注资就优先抽提利息，且利率比伦敦银行间拆借利率还要高出 850 个基点，这比之前由掠夺性贷款人借出的次级贷款利息还要高。

第 2 节　更多的公司破产

美林

美林是华尔街规模最大且最稳健的投资银行。查尔斯·梅里尔最初创业是在 1914 年，当年他大学的室友埃德蒙·林奇是他的左膀右臂。公司成长迅速，在 20 世纪 20 年代专注于为连锁机构负责承销。梅里尔的公司经历过 1929 年美国股市大崩盘的考验及大萧条时期的洗礼，在几十年中发展稳定。到了 20 世纪 50 年代，美林已经成为美国华尔街领先公司，在 100 多个城市设有分部，拥有 40 万名雇员。当时美林一家独大，规模是它的竞争者、排名第二的贝奇公司的 2 倍。由于这种规模上的优势，当时美林在华尔街具有“振聋发聩”和“代表”的作用。

20 世纪 70 年代美国政治骚乱期间，美林全国范围的广告攻势使公司形象大幅提升，典型的口号为美林是“美国的牛市”。在当时的 CEO、后来的美国财政部长、里根总统任职期间颇有争议的白宫办公室主任罗纳德·里根的带领下，美林不断扩展公司金融业务范围，触角遍布全世界。

在次贷危机之前，美林也遭遇过几次险情。1980 年，公司在“白银危机”中面临严峻的系统性风险考验。当时，达拉斯的亨特家族在多个经纪人那里拥有巨额的白银期货合约，他们没有及时缴纳追加保证金。根据期货交易所的规定，这时经纪公司就要为亨特家族的追加保证金负责，美林和贝奇公司面临数亿美元的损失，贝奇公司则会几近破产。人们担心如果贝奇公司

破产，会引发一系列公司崩溃，从而造成金融危机。最后，亨特家族从银行财团那里得到了11亿美元的贷款，从而化解了危机。美联储主席保罗·沃尔克认为这笔贷款从根本上挽救了那些为亨特家族承担责任的经纪人。当时，美林得到了4.25亿美元的贷款。①

一般来说，不会有局外人会突发奇想进入房地产市场。20世纪70年代美林做过一次失败的尝试。1978年，美林收购了美国住房抵押贷款保险公司（AMIC），这家公司出售首次住房抵押贷款的信用保险。很快，美林发现业务拓展并不如之前所想的那么顺利，就在1981年把这个公司转手卖给了AMIC的一些高管。美林也曾得到超过20家房产公司的代理权，但最终决定撤出这个行业。

在次贷危机发生之前，住房抵押贷款证券化就曾给美林带来过麻烦。1987年，美林的一个交易员霍华德·鲁宾被发现私自删除了总额达3.77亿美元的抵押担保债券损失。美林辞退了鲁宾，SEC勒令鲁宾9个月内不得从事证券行业的工作。鲁宾后来进入贝尔斯登并成为抵押贷款部门的负责人。他入职后，贝尔斯登承接的抵押贷款业务从1988年的70亿美元上升到1992年的410亿美元。

1994年，由于衍生品交易，一个70.6亿美元的投资基金亏损了大约20亿美元，美国加利福尼亚奥兰治县宣布破产，美林又一次面临危机。奥兰治县的司库罗伯特·西特伦利用借款和衍生品为基金进行杠杆筹资，打赌称利率会下降。在1994年艾伦·格林斯潘出人意料地提高利率之前，这个赌局运作得相当成功。利率上升导致西特伦损失巨大，也使得奥兰治县破产。奥兰治县控告美林曾建议西特伦打破国家规定的贸易限制而进行投资。美林同意支付4亿美元了结此案及相关诉讼。

在20世纪末股市泡沫时期，美林还曾遭遇过另一次挑战，贴现票据经纪人与美林进行竞争，提供电子交易执行系统，几乎使美林尽失市场份额。2000年股市泡沫爆发时，美林险情不断。公司陷入利润下滑、成本上升的不

① The author was counsel to Merrill Lynch in that affair and other matters.

良运行态势。公司任命斯坦利·奥尼尔负责削减成本，使公司重回盈利区间。奥尼尔大刀阔斧地解雇了2.3万名员工，包括37%的公司经纪人，而且他把公司原来一对一的经纪人服务模式改为呼叫中心以降低人力成本。美林750个分公司中有150个被关闭，同时关闭了在日本和加拿大的业务。他削减成本的业绩初见成效，2002年12月，奥尼尔晋升为CEO及董事会主席。美林2003年报告40亿美元利润，2004年继续保持盈利，公司回购了市值40亿美元的股票。2003年奥尼尔业绩突出，公司付给他2800万美元。

奥尼尔一路走来颇为艰辛。他的爷爷是个奴隶，他们家直到搬进亚特兰大联邦政府提供的保障住房才有了水管和自来水。在那里，他爸爸找到了在通用汽车工厂流水线上班的工作。奥尼尔也在同一个工厂上班，并且半工半读，完成了大学学业。之后，他在哈佛大学获得了MBA学位，并且通过努力成为通用汽车执掌财政的负责人。

加入美林之后，他在美林不同的职位上度过了21个春秋，在担纲美林之前，他任公司的CFO。在他任CEO的2002—2006年，美林公司收入从183亿美元上升到327亿美元，股东收益增长2倍，公司股价从每股28美元上涨至每股97美元。美林在2005年和2006年顺风顺水，公司2005年第四季度收入比前一年增长25%，奥尼尔也得到了公司3550万美元的奖励。

2006年第二季度美林收入增长44%。公司将资产管理部门出售给黑石集团，2006年第三季度利润增长1倍，2006年第四季度收入比前一年增长68%。奥尼尔也再次受到公司嘉奖，他2006年的薪酬为4800万美元。奥尼尔在薪酬方面对其他高管也很大度，美林2006年共计给高管发放75亿美元的奖金。有一个工资为35万美元的交易员，共拿到公司3500万美元的奖金。

奥尼尔做了一个至关重要的决定，就是美林全力进入次级贷款市场。他启用迈克尔·布卢姆接替当时的次级贷款业务负责人，同时聘任乔治·戴维斯做交易员，意在增加美林的柜台次级贷款业务量。为了促使提供分期付款的公司出售贷款，美林向这些公司提供低于市场利率的“仓储式”批发贷款。

2006年9月，美林以13亿美元的价格从国家城市银行手中并购第一富兰克林金融公司，从而在次级贷款市场陷得更深。国家城市银行在1999年以

2.66 亿美元的价格从美洲银行购得第一富兰克林金融公司。第一富兰克林金融公司位于加利福尼亚的圣何塞，是美国第一大次级贷款公司，在 2005 年发放了超过 290 亿美元的贷款。在一次新闻发布会上，公司发言人曾认为这次并购“为公司搭建了更大的平台，对公司证券化和交易管理起到了非凡的协同作用”。他没有说这次并购也最终毁掉了公司。

为了更进一步地拓展次级贷款市场，美林在 2005 年 1 月到 2007 年 1 月期间，共收购了 12 家住宅抵押贷款机构及商业抵押贷款机构。到 2007 年，美林已经成为美国排名第一的 CDO 发行商，花旗集团紧随其后。2007 年上半年，美林共发行 334 亿美元 CDOs，比上一年增长近 50%。当评级公司将数个美林 CDO 产品从投资级降至垃圾级时，《华尔街日报》曾在头版刊登文章报道美林推出的一款名为“Norma CDO Ⅰ”的产品何其复杂。[①]

2007 年，美林账面上有 700 亿美元的次级抵押贷款风险敞口。与瑞士联合银行及其他机构一样，美林的风险管理人员认为，即使房地产市场有下降的预期，也不会对评级较高的 CDOs 产品造成不利影响。就像奥尼尔对国会议员说的那样，即使美林在遭遇巨额损失之后，他也还是认为次级证券只会带来“低风险”。美林甚至希望通过保险公司抵消它们认为的低风险产品。美林也与 AIG 进行了一部分 CDO 敞口的互换，但 AIG 在 2005 年撤销了这个计划。即便套期保值保护减少，美林仍然继续投资于次级 CDOs 产品。[②]

奥尼尔的计划在 2007 年上半年得到了回报，公司交易收入大幅增长。2007 年第一季度公司收入增长 40%，第二季度收入比前一年增长 31%。由于开始出现严重亏损，公司第三季度停止了强劲增长。第三季度公司预计有 45 亿美元的 CDOs 和其他次级贷款相关敞口需要冲销。最后的实际冲销额为 79 亿美元，当季亏损 23 亿美元，创下当时华尔街经纪公司季度亏损之最。

美林遭到了降级，这对公司来说威胁甚大。作为一家投资银行，美林依

---

① Carrick Mollenkamp and Serena Ng, “Wall Street Wizardry Amplified Credit Crisis,” *Wall Street Journal*, December 27, 2007.

② Gretchen Morgenson, “How the Thundering Herd Faltered and Failed,” *New York Times*, November 9, 2008.

靠的是市场对其信用的接受程度。此后，公司股价急剧下降。随着美林巨额次级贷款风险逐渐显现，公司两名高管奥斯曼·塞莫西和哈马斯·法卡哈尼被解雇。在这两个人离任前，他们所负责监控的次级贷款投资已经给公司造成了大约 55 亿美元的损失。带领公司进入次级贷款市场的高管克里斯托弗·里卡尔迪这时已经离开美林，另寻出路。

奥尼尔曾在美林亏损额上升时寻求与美联银行合并，但他没有知会公司董事会，因此在 2007 年 10 月他被美林解雇。这似乎表明奥尼尔不仅在管理上穷途末路，而且没有得到董事会的认可。为了平复奥尼尔的心情，公司给了他 1.61 亿美元的退休补偿。这一行为引起了争议，因为公司似乎奖励奥尼尔引领推进次级贷款业务并使公司节节败退。

接替奥尼尔的是高盛前合伙人约翰·塞恩，他加入美林之前的职位是纽约证券交易所 CEO。除了他在加入美林时拿了公司 1500 万美元的入职费，其他的就没什么值得夸耀的了。美林 2007 年第四季度报损 98.3 亿美元，显然奥尼尔打造的“盈利战车”已“四轮尽失”。第四季度美林冲销资产约 150 亿美元，其中 99 亿美元来自 CDOs 产品，16 亿美元源于次级贷款业务，还有 31 亿美元是美林为债券发行商承担信用责任造成的预计违约损失。美林 2007 年年度报告净损失为 86 亿美元。公司还宣布将重新报告公司 3 年来的现金流动。之前的报告大约有数十亿美元的错误。

2008 年第一季度情况稍有缓和，即使次级贷款投资减记 66 亿美元，美林仍然报告有 19.6 亿美元的季度损失。至此，因为次级贷款问题，公司共计冲销资产逾 300 亿美元。这些损失远远超过奥尼尔在 2002—2006 年任职期间为公司带来的 220 亿美元的利润。2008 年第二季度公司减记 97 亿美元，报损 49 亿美元，这也是公司连续第四个季度亏损。在过去的 12 个月里，公司已经累计亏损 190 亿美元。与上一年相比，公司总的减记资产超过 410 亿美元。到 2008 年 8 月，美林过去一年半的亏损额相当于把公司自 1972 年上市以来的利润总额赔得干干净净。

为应对危机，美林宣布裁员 4000 人。塞恩为了筹措资金，将 62 亿美元公司股票出售给新加坡的主权财富基金淡马锡控股公司（Temasek Holdings）

及另一个共同基金管理者（戴维斯精选顾问公司）。股票按 12% 的折扣卖给投资人，虽然没有更多的讨价还价，但他们会为这些投资后悔的。

为了筹措更多的资金，美林以 44.25 亿美元的价格出售了公司拥有的彭博资讯公司（Bloomberg）20% 的所有者权益。此外，还以极低的价格——每美元合 0.22 美元的价格出售了超过 300 亿美元的抵押贷款相关资产。美林在出售这些资产的时候还为买家提供资金支持，并提供某种程度上的损失保护。这些出售行为之后，美林账目上减记资产 57 亿美元。之后，美林又在市场上募集到 85 亿美元资金。

美林命悬一线，在雷曼兄弟危机还没解除时也在另寻解救的办法。由于政府拒绝担保，美洲银行当初放弃了收购雷曼兄弟，而美洲银行在 2008 年 9 月 15 日出人意料地决定以换股的方式以 503 亿美元的价格收购美林，并接收其 6 万名公司雇员。收购之时美林已经减记 520 亿美元资产。在美林的最后一个季度报告中，有新增亏损 51.5 亿美元，表明公司确实亟需救助。2008 年 11 月 7 日，美林又出售了 40 亿美元的抵押贷款债券及相关产品。至此，美林在 18 个月的时间里持续亏损 358 亿美元。

收购美林后，美洲银行成为世界上最大的经纪公司，拥有 2.5 万亿美元的客户资产。也有人试图通过联邦法院及州法院阻止这次并购，但没有成功。夕西法尼亚的约克县雇员退休计划也做了相同的尝试，最后法院达成了协议，让美林提供更多的材料，说明为何采用法律手段追究公司管理人员有关 CDO 产品投资事宜，以及与美洲银行的并购是否过于草率。其实，提供更多的材料没有任何意义，结案时最有意义的结果就是原告的律师代理费由美林和美洲银行承担。

2008 年第四季度美洲银行出现 17.9 亿美元亏损，主要来自于美林意料之外的 153 亿美元损失。当美洲银行得知这些损失后，并购几近流产。在双方 12 月 17 日的交易完成之前，美洲银行的 CEO 肯尼斯·路易斯曾想一走了之。但美联储主席伯南克表示反对，并且美联储警告路易斯说，如果美洲银行一走了之，会动摇政府对美洲银行管理层的信心，政府会罢免银行的所有管理人员。除了以上赤裸裸的“权力秀”以外，据路易斯说，在交易完成之后，

鲍尔森和伯南克还告诫他不要公开美林近期的亏损情况。

直到2009年1月14日人们才知道，为了让并购顺利完成，美国财政部向美洲银行提供了200亿美元的紧急救助款。财政部和联邦存款保险公司（FDIC）还同意向美洲银行提供价值1180亿美元的住宅和商业地产贷款资金池，使其免受任何非寻常的巨额损失。当损失发生时，美洲银行必须承担的门槛损失为100亿美元，超过此门槛的损失的90%将由政府买单。作为交换条件，美洲银行发行了价值40亿美元的优先股给财政部及联邦存款保险公司，每年按8%、总额约3.2亿美元给付红利，并且支付每年额外的2.36亿美元年费。美洲银行也同意提高对银行高管薪酬的限制，同时对抵押贷款产品进行修正。

并购美林实际上降低了路易斯的公信力，因为显然美洲银行付了太多的钱。并购的直接结果是美洲银行宣布在未来3年将减少3.5万个职位。由于与塞恩的分歧，更多窘迫接踵而来。尽管没有拯救公司，塞恩2007年在美林的薪金仍高达8310万美元。在与美洲银行合并后，他要求2008年在此基础上增加1000万美元的奖金。在塞恩任职期间，公司破产，他本人也因第四季度超预期的153亿美元亏损而备受指责，因此在他提出这个奖金要求后，批评如潮。亏损本身也颇受质疑，尤其是美林在亏损的情况下，还动用40亿美元的资金给公司的高管发放奖金。美林的一个货币产品交易员亚历克西斯·斯滕福什因隐瞒4亿美元的交易损失而被有关部门调查，而他在2008年申报的个人盈利为1.2亿美元。

安德鲁·科莫认为，塞恩或任何一名美林的员工要求增加奖金的行为，都是不正当要求，美洲银行董事会的董事们也就拒绝了塞恩的奖金要求，当时科莫对奖金发放的信息披露情况还进行了调查。报告指出，2008年有700名美林雇员拿到了100万美元或超过100万美元的奖金，有3.9万名员工的奖金低于此水平。

2009年1月22日，路易斯将塞恩解雇，在美林第四季度报巨额亏损时，塞恩去韦尔休假两周，毫不在意公司的亏损。塞恩还提高了本已饱受质疑的美林员工奖金，更加让人不满。还有报告说他花费了1200万美元重新装修自

己的办公室，其中仅洗脸台就用去了3.5万美元，还花费8.7万美元买地毯。塞恩同意退给美林这些装修费用，他利用电视节目攻击美洲银行。他说在公开之前，银行的管理层早已获知提高奖金及巨额损失的发生。确实，伦敦《金融时报》在2009年3月报道，正是美洲银行在后面推动巨额减记，才造成美林第四季度意料之外的巨额亏损。

2009年3月4日的《华尔街日报》指责美林薪酬排名前十位的人2008年共从公司拿走了2.09亿美元。但薪酬中很大一部分是股票，这部分贬值了很多。这十人中就包括薪酬颇高的皮特·克劳斯和托马斯·蒙塔格，这两个人是塞恩高调从高盛挖过来重振美林的。为了加入美林，他们放弃了高盛的高薪及公司股票，美林为此给予高额回报①。蒙塔格的薪酬总额达5000万美元。由于美洲银行并购美林，按照聘用合同中公司控制权变动条款对高管进行补偿的规定，克劳斯拿到了2500万美元薪酬，这时他刚刚为美林工作了3个月。

2008年10月6日，美洲银行宣布降低分红并再筹资100亿美元。2009年1月，公司公布延缓发放资本市场部门银行员工的奖金。公司计划按2010年2月、2011年和2012年各自奖金增量乘以1/3的总和来发放奖金。美洲银行的员工看到美林员工的奖金比他们多那么多，自然不悦，如同被扇了一记耳光。

路易斯麻烦不断。美洲银行在2009年4月的银行年度会议上通过了一项决议，建议将路易斯的现有职责分解给CEO和董事会主席，在投票表决通过后得以执行。这种投票并非通行做法。之后，董事会认为美洲银行还需要融资339亿美元，政府主张重组董事会。政府希望有更具银行从业经验的人加入董事会，成为董事，因此根据政府的要求，美洲银行董事会组成人员进行了更换。

雪上加霜的是，SEC起诉美洲银行，认为美洲银行通过为美林雇员发放奖金，误导股东，以获得赞成并购的投票。银行的外部律师认为在股东投票决定并购之前不需要披露这种信息。SEC表示反对，美洲银行同意支付3300

---

① Susanne Craig, "Merrill's $10 Million Men," *Wall Street Journal*, March 4, 2009.

万美元了结此案。对此，联邦法官举行了听证会，杰德·拉科夫法官认为银行支付的太少。他严厉指责没有公司高管或外部律师（认为信息披露不必要的律师）因为信息披露不足而被起诉。SEC 认为进行这种指控所需要的信息是受到律师当事人特权保护的，因此无法进行起诉。与昔日的安然事件一样，拉科夫法官强烈谴责 SEC 应当要求银行放弃律师当事人特权。

拉科夫法官不认可案件的处理结果，他指责 SEC 只是对美洲银行的股东们进行罚款，而没有将任何人定罪。他甚至引用奥斯卡·王尔德的话来说明自己的观点。拉科夫法官最后不情愿地批准以 1.5 亿美元罚款了结此案（原来为 3300 万美元），用银行的股东资产来偿付这笔罚款。他希望这笔钱分发给那些因缺乏信息披露而遭受损失的股东，其实这些股东大多仍在持有股票，因此无非是股东们进行了一次资产再分配。

不知何故，科莫启动了对以上事件的独立调查，同时要求放弃律师当事人特权。他希望查明为何美洲银行的总顾问与银行的风险管理人员讨论美林的意外亏损后即被解雇。随着拉科夫的观点公开化，科莫办公室也表明了起诉路易斯及美洲银行 CFO 约瑟夫·布莱斯的意图。更不可思议的是，在众议员阿道弗斯·唐斯之后，美国国会会议院监管与政府改革委员会主席也要求美洲银行放弃律师当事人特权。他同时声明此特权不适用于国会调查的案件。2009 年 9 月 30 日，路易斯宣布从美洲银行辞职，而接下来美洲银行也同意在有争议的问题上放弃律师当事人特权。后来，科莫和北卡罗来纳州首席检察官发起对美洲银行和 CEO 肯尼斯·路易斯的独立诉讼。起诉的理由是在股东投票表决批准与美洲银行的并购之前，没有披露美林的意外亏损涉嫌欺诈。奥巴马政府的“薪酬沙皇”肯尼斯·范伯格还要求路易斯放弃 2009 年的奖金并退还他 2009 年已经收的 100 万美元。范伯格之所以提出这样的要求，是因为路易斯的退休补偿达 6930 万美元。

此番折腾之后，美洲银行找不到接替路易斯的人选，候选人都拒绝接受范伯格提出的薪酬要求，数月间美洲银行处在群龙无首的状态。纽约梅隆银行的 CEO 罗伯特·凯利几近接任，最后还是因薪资问题改变了主意。2009 年 12 月，美洲银行宣布与政府达成协议，退回 450 亿美元紧急求助款，这样美

洲银行才能重新控股公司，由公司制订自己的薪酬计划。范伯格反对给新任CEO提供超优惠薪金方案。银行最终放弃从外部聘请CEO，由布莱恩·莫伊尼汉担纲重任。

摩根士丹利的危机

摩根士丹利是另一个由于次贷危机而遭受重创的投资银行。摩根士丹利投资银行曾是摩根大通的投资银行分部，根据20世纪30年代的《格拉斯—斯蒂格尔法案》从摩根大通的商业银行业务中独立出来。领导摩根士丹利的摩根家族成员是亨利·摩根，他是J. P. 摩根的孙子。摩根士丹利成立后迅速占领了相当比例的市场份额并成为华尔街稳定的、声誉卓著的投资银行。1997年摩根士丹利宣布与添惠（Dean Witter）经纪公司合并，震惊了华尔街，因为在摩根士丹利的圈子里，添惠只是一个相对低级的零售经纪公司。

合并之后的公司规模非常大，在全球有超过600个分部，大约4.5万名雇员。负责管理合并后公司的是来自于添惠的菲利浦·珀塞尔。公司业务分成两个层次，一部分是摩根士丹利的投资银行业务，一部分是添惠的最初级的零售经纪业务。在行业法规及法律规定方面，珀塞尔也面临许多问题。SEC指责公司2000年的资产负债表虚报了按市值标价的资产价值。可笑的是，正是由于这种按市值标价的会计规则才是造成摩根士丹利次贷危机的罪魁祸首。更为重要的是，珀塞尔还不得不面对安然式的金融分析及共同基金的丑闻。

摩根士丹利在佛罗里达法院陷入与罗纳德·佩雷尔曼的官司，投资银行从业者对珀塞尔的攻击也进入白热化阶段。佩雷尔曼对摩根士丹利有关Sunbeam公司的业务状况不满，因为前者持有大量Sunbeam公司的股票。在这个诉讼案件的审理过程中，发生了许多对摩根士丹利不利的有关其对客户不诚信的问题。佛罗里达的陪审员裁定摩根士丹利赔偿佩雷尔曼15.7亿美元的损失，案件进一步升级，裁定没有执行，当事人决定上诉。

珀塞尔由于佩雷尔曼赔偿金的上诉案本来就像热锅上的蚂蚁，又因为2004年2200万美元的薪酬而受到批评。之后，又有一伙摩根士丹利的同事因不满公司一蹶不振的股价而对其发起攻击。随后，加利福尼亚公共部门雇员

退休基金（California Public Employees' Retirement System，CalPERS）及其他州的雇员养老基金也加入其中。2005 年珀塞尔被迫辞职，公司付给他 4390 万美元补偿金，还有他持有的大约 20% 公司股份变现的 4000 万美元，以及每年 25 万美元的退休金。另外，摩根士丹利为珀塞尔的自动辞职再补偿 25 万美元。

之前被珀塞尔逐出公司的约翰·马克重回摩根士丹利执掌帅印，薪酬为 6000 万美元。1999 年马克在摩根士丹利的收入是 2600 万美元，与珀塞尔同一年的收入相同。但在媒体对他及其他摩根士丹利人员的薪酬收入表达不满之后，马克宣布他的薪酬将按照业绩来进行核定。他也卷入一宗 SEC 调查的丑闻。SEC 的一个名为盖理·阿吉雷的律师声称，在他坚持传唤马克为一起内部交易调查案作证之后，他就被解雇了。这起内部交易与佩科特资本管理公司（Pequot Capital Management）有关，是马克重回摩根士丹利之前任职的一家对冲基金公司。

SEC 总检察官调查了此事，SEC 的官员失职，将有关调查的信息泄露给了摩根士丹利的员工并且建议采取应对措施。此事后来转交给一名 SEC 行政法官来处理，他的结论是 SEC 的官员并没有不当行为，也没有不利于马克的实际行为发生。由此对佩科特资本管理公司的调查搁置了一段时间，这使得人们对这家曾一度辉煌的对冲基金公司丧失了信心，最后这家基金公司在 2009 年关闭。随后，SEC 公布了调查结果，与佩科特资本管理公司达成协议，佩科特资本管理公司和基金经理阿瑟·萨姆伯格同意支付 2800 万美元。同时，SEC 在 2010 年 6 月为解决盖理·阿吉雷非法终止的诉求，赔付给他 75.5 万美元。

与美林相同，在次贷危机前摩根士丹利一直大幅盈利。2006 年马克的薪酬是 4100 万美元。2007 年马克剥离了公司的信用卡业务以期提高股价，而且公司在前两个季度确实是盈利的。但 2007 年第三季度公司公布减记资产 35.9 亿美元，主要原因是次级贷款业务亏损，而且公司第三季度收入与上年同期相比下降了 7%。2007 年的前九个月，摩根士丹利仍然盈利，而且与前一年相比利润增长 41%。此时，摩根士丹利还麻烦不大，因为人们以为它在次级贷款业务方面涉入不深。

摩根士丹利 2007 年第四季度报出惊人的 39 亿美元亏损，同时减记 94 亿美元次级贷款资产，人们对其次级贷款工具的巨额风险敞口不再存疑。这是摩根士丹利 72 年历史中的第一次季度亏损。当次级贷款的巨额风险敞口公布于世时，马克将华尔街声名显赫的摩根士丹利联席主席佐伊·克鲁兹女士扫地出门。为了筹集资金，马克出售了摩根士丹利约 10% 的股权给一家中国主权财富基金——中国投资有限责任公司。这似乎稳定了态势，但厄运随之而来。

摩根士丹利 2008 年第一季度报告收入比前一年减少 42%，由于次级贷款交易亏损 12 亿美元，但这样的结果也好于预期。到 2008 年 4 月，摩根士丹利已经冲销 126 亿美元不良资产。公司第二季度利润比前一年下降 60%。第三季度，美林、花旗、德意志银行和瑞士联合银行这些大公司的 CDSs 交易促进了摩根士丹利公司股票的巨额减持。互换产品的交易成本上升，市场开始担心摩根士丹利的前途，公司的信任度下降，但人们还不清楚这些大公司是与摩根士丹利进行风险敞口的互换，还是简单的投机行为，一时间恐慌四起。

市场上传言德意志银行撤回了给摩根士丹利的 250 亿美元信用额度。摩根士丹利的清算银行——纽约梅隆银行要求提供额外的 40 亿美元抵押。由于担心摩根士丹利的财务状况，有报道说对冲基金要回撤 1000 亿美元的资产。

摩根士丹利失去了大约 1/3 的对冲基金资产，也失去了作为其主要经纪人的大型投资机构客户。这些基金转而投向更大型的银行，因为它们相信政府不会任由这些大型银行破产而坐视不管。马克谴责这些基金公司的卖空行为使摩根士丹利遭受打击。

2007 年摩根士丹利管理的资产额为 7820 亿美元，到 2008 年 9 月已经缩减到 5820 亿美元。也有好消息传出来。2008 年 9 月 16 日，摩根士丹利报告指出 2008 年公司第三季度利润向好，高盛也是如此。但是，随着雷曼兄弟的破产和主要储备基金跌破本金，第二天两家公司的股价就开始下跌。这一天，摩根士丹利的股价下跌了 24%，高盛的股价下跌了 14%。道琼斯指数下挫 449 点，比上年同期低 23%。财政部作为投资者出售了 400 亿美元国库券以稳定市场，有些处于恐慌之中的投资者为了锁定投资损失，以很高的价格购

买了财政部发行的大额票据。

2008 年 9 月 17 日，马克开始与美联银行商谈合并事宜以拯救摩根士丹利，一年前奥尼尔为救美林所做的一切重演。但美联银行也困难重重，而且在这次商谈不久之后就奄奄一息了。绝望之中的马克决定把摩根士丹利从受 SEC 监管、主要从事经纪事务的公司转变成银行控股公司，从而归入银行系统监管，之前雷曼兄弟也曾做过这样的尝试但遭到了拒绝。这样，摩根士丹利就能顺理成章地得到政府的资金来获得流动性；而且，按照监管规定，摩根士丹利也可以发行信托优先证券作为第一支柱资金。转制成功，提高了公司内部的信心，也使得摩根士丹利躲过了雷曼兄弟的厄运。

尽管躲过了一劫，但摩根士丹利在 10 月 6 日这一周又面临威胁，因为有传言说它试图从日本最大的银团——东京三菱金融集团（MUFG）融资的努力恐怕会失败。摩根士丹利的股价也受到谣言影响，但最终 MUFG 同意以 90 亿美元的价格购买 20% 的摩根士丹利股份。股份收购控制在 25% 以下，如果超过 25% 的话，MUFG 将不得不接受美国机构监管。MUFG 也同意不会干涉摩根士丹利的公司内部管理。这轮资本注入确认后，摩根士丹利的股价上涨了 78% 。联邦政府也在 10 月 11 日的周末宣布保护 MUFG 对摩根士丹利的投资。财政部也表态即使它今后注资，摩根士丹利也不会挤出 MUFG 的投资。这些都是对 MUFG 注资的必要保证。

MUFG 注资完成的消息提振了摩根士丹利股价，但公司也失去了 2300 名雇员。马克和他的两个副手同意放弃 2008 年的奖金，这已经是马克第二年没有奖金了。摩根士丹利第四财政季度报损 23 亿美元，截止到 2008 年 11 月。亏损主要是来自新增的 20 亿美元资产减记。2008 财年摩根士丹利仍然盈利。

华盛顿互助银行

由于次级贷款敞口过高，下一个潜在的破产危机逐渐显现，那就是华盛顿互助银行（WaMu）。华盛顿互助银行是一家储蓄银行，成立于 1889 年，总部位于西雅图，曾经历过经济大萧条和 20 世纪 80 年代储蓄贷款危机的考验。公司 1999 年通过并购长岛金融公司（Long Beach Financial）进入次级贷款市

场，之后强势扩展次级贷款业务。其最著名的一句放贷广告语就是“说行的力量”，这也表达了公司提供高风险贷款的意愿。公司另一个广告语是“您无时无处不在的银行”。华盛顿互助银行分期贷款额从 2002 年的 7 亿美元上升到 2003 年的 20 亿美元，这一年间公司的分部扩张了 70%，高峰时公司在 38 个州拥有 2200 个分支机构。华盛顿互助银行大力推广选择性可调整利率贷款（option ARMs），到 2006 年为止公司 70% 的分期贷款都是采取这种利率。

随着公司 2007 年第四季度报损 18.7 亿美元，问题才渐渐显现。公司随之停止次级贷款，但为时已晚。2008 年第一季度公司报损 11.4 亿美元，公司将贷款损失储备提高到 35 亿美元，裁减了 3000 个工作岗位，取消了红利分配。公司将董事长与 CEO 的职责剥离，之前凯利 · 凯林哲已经集二者于一身达 17 年之久，他于 2008 年 9 月因公司亏损不断增加而被解聘。他离开时，公司亏损已达 190 亿美元。在华盛顿互助银行工作的最后 9 年里，包括 2007 年的 1000 万美元，凯林哲共计拿到 1.23 亿美元报酬。

在 2008 年 3 月，摩根大通曾经试图以 70 亿~90 亿美元的价格收购华盛顿互助银行。由于一家私有证券公司——得克萨斯州太平洋投资集团（TPG）同意注资 70 亿美元，华盛顿互助银行拒绝了摩根大通的收购，当然 TPG 后悔这笔投资是后话。雷曼兄弟破产后，由于市场恐慌，华盛顿互助银行的储户在 10 天内的提款超过 160 亿美元。2008 年 9 月 25 日，监管机构接管了华盛顿互助银行，这也是美国历史上最大的银行破产案。银行监管当局安排将华盛顿互助银行的业务以 19 亿美元的价格出售给摩根大通。那家私有证券公司 TPG 的投资也将颗粒无收。而摩根大通购买华盛顿互助银行的举动也没有起到重振市场的作用。道琼斯指数在 2008 年 9 月 26 日也遭遇廉价出清。

美联银行

在 2008 年倒闭之前，美联银行拥有 5000 个分支机构，客户达 1500 万人，按照 2007 年资产价值排名是美国第四大银行，按照吸储规模排名是美国第三大银行。美联银行最初于 1879 年建立，时名美联国家银行，位于北卡罗来纳。美联贷款和信托公司于 1893 年创建。这两个机构在 1911 年合并组成美

联银行和信托公司，也就是后来的美联银行（以下简称美联）。

2001 年，美联和同样位于北卡罗来纳的另一个大型银行第一联合银行合并。2003 年美联将它的零售经纪业务与保德信金融集团（Prudential Financial）重组合并，以“美联证券”的名称对外经营。2007 年美联以 68 亿美元收购另一个大型经纪公司 A. G. 爱德华金融公司。收购之后，美联的客户资产达到 11000 亿美元。随后，美联用 143 亿美元收购了南方信托公司（South Trust Corporation）。

美联通过不断收购持续发展壮大，但随着公司 2006 年收购金色西部金融公司（Golden West Financial Corporation，以下简称金色西部），美联犯下了致命的错误。金色西部成立于 1912 年，位于加利福尼亚奥克兰，是美国第二大储蓄和贷款银行，在次级贷款市场处于领先地位。金色西部通过它旗下的世界储蓄银行（World Saving Bank）开展抵押贷款业务。美联以 260 亿美元、高于市场 15% 的溢价购买了金色西部。收购时，金色西部由赫布和马里恩·桑德勒夫妇共同担任 CEO 进行管理。《华尔街日报》称美联的这次收购是对抵押贷款市场的一次“巨赌”，美联的行为有过之而无不及。

美联 2006 年第三季度收入比上年增长 13%，第四季度报告也令人满意。2007 年公司持续盈利，第二季度收入提高 24%。但由于次级贷款业务的资产减记，2007 年第三季度收入比上年减少了 10%。公司宣布预计 2007 年还有超过 10 亿美元的商业贷款减记，一时间人们对次贷危机的担忧再起。美联是重要的商业贷款发起机构，而且许多商业贷款已经归置在一起，形成新的资产池，并通过特殊目的机构再次出售。

美联 2007 年 12 月通过发行传统的优先股证券筹集了 23 亿美元，当年 9 月通过发行信托优先股筹到了 8 亿美元。2007 年第四季度不出美联所料，收入情况堪忧，共有 17 亿美元减记。美联的股价在 2007 年已经降低到之前的一半。2008 年第一季度美联报亏损 3. 93 亿美元，之后红利减少 41%。

美联颇为尴尬，因为人寿保险业务的资产减记，公司被迫将 2008 年第一季度的亏损提高 1 倍。同时，公司也警示股东，当时的经济状况以比预想更快的速度恶化，因此银行需要扩充资本。2008 年第一季度结束的时候，美联

通过发行优先股又筹资 35 亿美元，另外通过私募股权投资筹得 70 亿美元。

美联停止了可调整利率贷款（ARMs）业务。当美联收购金色西部时，后者的这种贷款占比非常大。这种贷款合约给贷款者提供多种还款方式，如开始只还利息甚至还款额比利息还要少的“自由式还款”。其他放贷机构纷纷效仿这种贷款模式，包括美国国家金融服务公司（Countrywide）和华盛顿互助银行。这两家机构发放的此种贷款数量最后都超过了美联。

由于亏损，美联商业贷款部的负责人罗伯特・韦罗内被迫辞职，银行 CEO 肯尼迪・汤普森也失去了董事长的席位，而且 5 周后，CEO 的职位也没有保住。美联的“独立的开拓者”朗蒂・史密斯被任命为新的 CEO。他上任后聘请财政部前副部长罗伯特・斯蒂尔来美联任职，后者曾在财政部抑制竞争的监管系统改革中独当一面。

斯蒂尔也曾任高盛的副董事长。高盛为大型金融机构及美国联邦政府输送了为数不少的高级人才，之后他们共同陷入次贷危机的漩涡。如美联储主席亨利・鲍尔森及其他财政部的高官们，包括丹・杰斯特和史蒂夫・夏弗兰。在蒂莫西・盖特纳接替鲍尔森成为财政部长之后，他从高盛聘请马克・佩特森出任办公室主任。约翰・塞恩在任纽约证券交易所和美林的 CEO 之前是高盛的总裁，邓肯・尼德奥尔在接替塞恩就任纽约证券交易所负责人前也在高盛任职，另一个财政部前部长也曾在花旗任要职，高盛前董事长史蒂芬・弗里德曼任布什政府的首席经济顾问及纽约联邦储备银行理事会主席，约书亚・博尔顿成为布什的白宫办公厅主任，布什当政时的财政部副部长盖理・詹斯勒后被奥巴马总统任命为商品期货交易委员会主席，亚当斯・托奇从高盛进入证券交易委员会负责执法部门。在政府救助 AIG 后，皮尔森任命从高盛辞职的爱德华・利兹入主 AIG。罗伯特・佐利克在保罗・伍尔福威茨 2007 年辞职后就任世界银行行长，他也出自高盛。乔恩・科兹恩同样出自于高盛，曾就任新泽西的参议员，后来竞选失败后，成为曼氏金融的掌门人。

美联在 2008 年 8 月追加第二季度的亏损，从原来的 88.6 亿美元提高到 91.1 亿美元，这直接导致其股价进一步下探。它试图通过并购解燃眉之急，9 月 27 日的周末美联开始与富国银行商谈。但在商谈有结果之前，美联就破产

了。美联报告说，华盛顿互助银行和雷曼兄弟的倒下重创了市场信心，导致美联商业储蓄集中挤兑而破产。而就在美联破产不久之前，其 CEO 斯蒂尔还安慰投资者说，银行财务足以使其保持独立。

破产之后，美联以 20 亿美元的价格被花旗集团收购，这当中自然有政府的利诱。尽管美联贷款组合总额达到 3120 亿美元，但政府给花旗的亏损限度是 420 亿美元。政府对此风险给予 120 亿美元的担保。出人意料的是，富国银行出价 150 亿美元，试图从花旗嘴里抢走美联。花旗就此进行反击，最后美联储出面调解。这场争夺战闹到了法庭，不过双方在 2008 年 10 月 6 日达成和解。美联储充当经纪人的角色将美联的业务一分为二，分给两个银行，美联的资产管理及经纪业务划拨给富国银行。但 2008 年 10 月 9 日，花旗集团突然停止和解并依然通过法庭要求赔偿损失。

2008 年第三季度，就在完成与富国银行的并购之前，美联报亏损 239 亿美元，同时宣布斯蒂尔 2008 年没有奖金。美联的破产导致其旗下的短期基金冻结，这个基金是美国大学和私立学校的货币市场基金，属于资产抵押投资证券。另一个大学货币基金——普道中期基金（Common Intermediate Term Fund）也在 2008 年 10 月 2 日宣布停止资金流动，这影响到美国大约 200 个大学和学校，这些学校在基金中的投资额共 10 亿美元。

第 3 节　紧急救助

面临危机的美联储

2008 年 9 月 16 日，雷曼兄弟和 AIG 破产之后，恐慌大肆蔓延。尽管市场一片混乱，但美联储在当天的会议上仍拒绝下调利率。银行间拆借利率上涨了 1 倍。储备银行向整个信用系统注入了数十亿美元的资金。第二天，被投资者当作救命稻草的金价上涨到 846.60 美元。因为银行囤积资金，银行间及银行和客户间的借款都处于停止状态。国库券的利息收入降至第二次世界大战后的最低点——0.03%。

原油价格在2008年9月22日每桶暴涨25美元，创单日最大涨幅。原油交易价为每桶130美元，每桶比上一周上涨40美元。同一周，银行商业票据交易额减少610亿美元，并于2008年10月2日暂停交易。股票发行额跌至自2001年有记录以来最低，减少950亿美元。汽车销售在2008年9月降至15年来最低点，比上一年减少27%。零售后和商厦的空置率在第三季度急剧上升。

第三季度，多元化共同基金平均亏损10.3%。道琼斯指数在2008年前三季度下降16.6%，标准普尔500指数同期下降19.3%。在2007年9月30日至2008年9月30日一年间，退休基金账户损失16000亿美元。大约有20%的45岁以上在职职工停止向养老金账户缴费。华尔街股票承销几乎停滞。与上一年相比，第三季度的证券发行额减少了55%。

住宅市场下跌行情持续。8月，住房开工率比前一年下降6.2%，降至17年来最低，第三个月持续下跌。2006年1月房地产市场高峰到2008年9月期间，住房开工率下降约70%。住房存量在2008年9月稍有下降，但之后保持历史最高水平。2008年9月底，住房价格与市场泡沫时期相比下降了19%。届时加利福尼亚有超过50%的房主以亏本的价格出售住房。尽管现有住房销售数量在2008年9月有所上升（主要是没收的抵押住房以低价出售），但第三季度完全丧失抵押品赎回权的住房数量上升了8%。

2008年1~8月，价值超过100万美元的丧失抵押品赎回权房产数量增加了1倍。但是，尽管是暂时现象，住房的空置率却有所下降。2007年上半年发放的住房抵押贷款的违约率在2008年第三季度急剧上升。违约率甚至超过了2006年发放贷款的总额。违约率的上升进一步刺激放款机构要求联邦住房管理局（FHA）进行担保。2008年9月，FHA共为9600宗贷款提供担保，这个数量是前一年9月的3倍。

AIG破产后，商业银行几乎停止了贷款业务。尽管美联储提供了总额为1800亿美元的流动性，银行和其他金融机构也通过美联储借贷便利筹得1200亿美元，但它们还是没有重新启动借贷业务。财政部为配合美联储这一行动，共提供了1000亿美元资金。

紧急救助

2008年9月17日，美联储主席伯南克请求财政部长鲍尔森在国会上支持他，以获得授权筹集资金，在更大的范围实施紧急救助。第二天政府就透露说计划用上万亿美元的资金救助次级贷款债券的持有机构。道琼斯指数应声下跌410.3点，在周末来临之时又在此基础上下挫368.75点，导致指数几乎跌至原始值。国际市场应声而起，商业票据市场重启交易。美联储在2008年9月19日将联邦基金利率下调50个基点。同时，美联储借出2300亿美元，并接受非流动的资产抵押贷款作为抵押品。

2008年9月20日，财政部正式公布紧急救助计划。整个计划只有两页半，但紧急调配资金总额达到7000亿美元。该计划允许财政部长不可追溯地自由使用这些资金，从任何总部位于美国的公司购买任何数额、任意条件的问题抵押贷款凭证。该计划同时要求将联邦政府负债限额提高到113000亿美元。

财政部的计划引发了国会的激烈指责。民主党要求更多地监管、更多地帮助贷款持有人并且限制得到财政部计划救助公司的管理人员的薪酬。汽车金融公司和小型社区银行也希望被纳入救助计划。这些争议进一步加强了市场的不确定性。2008年9月23日，原油价格每桶上涨16%，道琼斯指数下挫372.75点，收于11015.69点。信用市场上的国库券在2008年9月24日上升到惊人的17000亿美元，而不到两周之前还只有4200亿美元。

9月24日国会领导们表示他们就7000亿美元救助计划达成了协议。同一天，参议员约翰·麦凯恩宣布暂停竞选总统活动，回到华盛顿处理次贷危机。2008年9月28日，现任总统、国会议长和两位总统候选人在白宫举行会议，但大家意见不统一，似乎对紧急救助的立法造成了不确定性的氛围。麦凯恩由于匆忙决定赶回华盛顿，暂停竞选活动，计划不足而失去了一大批选民的信任。在白宫的会议上，麦凯恩表现欠佳，也对他的竞选产生了不利影响。

2008年9月25日，美国尚处于历史上最严重的金融危机之中，科莫开始了对CDS市场及卖空行为的调查，这更加重了本已陷入恐慌之中的市场的不

确定性及恐惧。具有讽刺意味的是，时任克林顿政府住房和城市发展部秘书长的科莫，当时极力支持开展高风险的次级贷款业务。他向房地美和房利美下达配额，强制要求这两家公司 50% 的业务必须是次级贷款。

两天以后，国会一致同意了紧急救助计划。接下来的一天，国会的支持似乎更加坚定。2008 年 9 月 28 日的新闻头版过早地称之为“已成为现实的计划”，但同一天众议院以 228:205 的选票拒绝了这一救助计划。主要原因是公众对使用纳税者的钱去救助鲁莽行事、不计后果的大型金融机构尚存质疑。众议院投票结果公布之后，道琼斯指数工业平均指数下跌 777. 68 点，创历史之最。

2008 年 9 月 30 日，布什政府开始寻求紧急救助的替代方案。方案之一就是提高联邦存款保险公司（FDIC）的覆盖水平。两位总统候选人奥巴马和麦凯恩都同意这个建议。奥巴马主张加强监管，而且建议提高资本收入所得税。这一天，道琼斯指数上升了 485. 21 点，挽回了前一天下挫的多半，显然紧急救助计划最终会得以通过。之前由众议院反对票引发的骚乱使国会确定必须采取行动。

2008 年 10 月 1 日，证券交易委员会（SEC）延长了卖空的禁令，延至紧急救助计划得以通过的三天之后。同一天晚上，众议院以 74:25 的票数通过了救助计划。但第二天道琼斯指数又下跌了 348. 22 点，因为紧急救助的具体计划还是具有不确定性。众议员们意识到他们的延迟行动会对市场造成不利影响，因此又通过了新的扩大救助计划。随着 2008 年《紧急经济稳定法案》的正式通过，布什总统2008 年 10 月 3 日签发了紧急救助计划。直到此时，当初仅仅两页半的简短计划才变得冗长。

这一法律得以通过的代价就是给国会议员所代表的利益团体提供更多的实惠，其中包括削减 1500 亿美元税收、延长提高选择性最小税收起点的时限。这一法律允许收购银行接管被收购破产银行的税收损失；允许银行从海外汇款而不必为所汇款项缴税；允许社区银行将房利美和房地美股票带来的损失纳入税收的一般性亏损，而不是资本性亏损。救助计划甚至还包括相应的精神治疗保险赔付。

高管薪酬批评者们一再重申对接受政府救助资金的企业高管薪酬设限。这成了民主党支持救助计划的决定要素，而布什政府也接受了这个要求。因此，救助计划中包括对接受联邦政府救助公司高管的50万美元薪酬限制。与之前的100万美元薪酬限制不同，救助计划的限制不能有任何额外奖励。这使得人们怀疑金融机构怎样才能聘请到高管。企业家不太可能在轻而易举地找到更有利可图的职位时选择到金融机构去赚50万美元年薪。

这一法律还禁止接受救助的公司对新聘请的高管提供离职补偿，而且一旦证明财务报告有误，公司有权追回已经付给现任管理人员的报酬。这一法律还试图限制高管的薪酬，禁止向采取不必要、高风险行为的人提供报酬。大家一致认为这种限制很难执行和操作，但大家也非常清楚此举明显指向美林的奥尼尔。其实，美林在2006年实行的奖金制度与现在国会所要求的如出一辙，都是意在按管理人员更长期的表现来核定报酬。财政部采用了此项规定，要求接受紧急救助的金融服务机构的CEO保证，公司薪酬委员会重新评估高管薪酬计划，确保计划不能鼓励高管采取有损于金融机构价值的、不必要的、高风险的行动。

来自加利福尼亚的民主党代表亨利韦克斯曼自2006年以来一直担任住房监管改革委员会主席。他反对接受紧急救助的金融公司将政府的任何资金用于给高管发放奖金。参议员克里斯·多德建议立法保证对接受救助的公司高管资金有追索权。迫于艾略特·斯皮策对纽约证券交易所CEO理查德·格拉索薪酬计划持续指责的压力，科莫要求9家接受救助的大型金融机构在一周内提交报告，详细说明对高管的预计薪酬及奖金。他说，向高管支付超过其提供服务价值的报酬有悖于纽约的法律。因为对他的要求反应迟缓，科莫还传唤了美洲银行。

问题资产援助计划

问题资产援助计划（Troubled Asset Relief Program，TARP）是2008年颁布的《紧急经济稳定法案》所规定的紧急救助所使用的名称，通过一个反向拍卖系统来购买金融机构的问题资产。在拍卖中，财政部会选择从出价最低的

金融机构手中购得这些证券。此项价值7000亿美元的项目由年仅35岁的财政部长助理、从商学院毕业6年却已经是高盛前投资银行家的奈尔·卡西负责。政府同时准备聘请投资组合专业人员来管理这些购买的资产。

令人费解的是，这部法律的笔墨未干，财政部就决定放弃资产购买方案，转而向发生危机的金融机构直接注资。这种急剧的转变自然招致不解及批评，似乎财政部和美联储只是在慌不择路地用极端手段挽救经济但并不知晓如何达到目标，这更加挫伤了市场信心。人们认为紧急救助更像是一种新的福利。帕特里投资公司（Patriarch Partner）货币基金经理在2008年10月13日的《纽约时报》上登了一整版的广告，建议创建“联邦援助银行”（Provisional Federal Bank，PFB），由财政部为所有“有资格”的美国公司，而不仅仅限于金融机构提供资金。

更多问题的出现

2008年9月和10月两个月，零售业营业额急剧下降；与此同时，消费者的消费也急剧减少。大型高端连锁商场的销售额下降15.8%，其中塔基特百货的销售额降幅比这还要低3个百分点。美联储认为全国的经济状况疲软。不仅如此，还出现了通货紧缩，原油价格在2008年10月6日跌至每桶87.81美元。

一揽子紧急救助计划并没能提振市场信心，道琼斯工业平均指数在2008年10月6日跌至10000点以下，下降369.88点，是四年来10000点以下的新低。欧洲股票市场也遭受20年来最大的损失。同一天，用来衡量股市波动性的波动指数超过了50，创1987年股市崩盘以来新高。2008年10月6日这一周，道琼斯工业平均指数的点数和百分比都创下新低，全球性证券大出清全面展开。

美联储在2008年10月7日出资设立特殊目的实体来拯救商业信用市场，直接从符合条件的发行者手中以3个月隔夜互换指数平均利率买入商业票据。这是自大萧条以来美联储首次借款给商业企业，却不是美联储第一次遭遇商业票据市场的危机。1971年，宾夕法尼亚中央铁路公司的商业票据被严重高

估，持有票据的投资者损失惨重。受此影响，商业票据市场的其他投资者纷纷恐慌性集体赎回，美联储在1970年7月的一周之内开放窗口，借出17亿美元，提供资金支持。

全球股市呈直线下降态势。2008年10月7日，道琼斯指数下降508点。由此开始，道琼斯指数在5个交易日内尽失1400点以上。纽约股市一周内下跌18%，伦敦和法兰克福股市下跌21%，日本东京股市下跌24%。接下来，2008年10月8日股市连续第六日下跌。

政府的应对

面对前所未有的全球性利率下调，美联储也将利率下调0.5个百分点。欧洲中央银行（ECB）和英格兰银行全力配合。在2008年10月之前，欧洲中央银行已经有5年没有下调利率，但是各国中央银行的利率不尽相同。英格兰银行执行新的4.5%利率，而欧洲中央银行的利率是3.75%，美联储的利率只有1.5%。人们关心的是在资本自由追逐利率差的条件下如何才能保持全球的这种利率体系。

在批评和质疑声中，证券交易委员会（SEC）收回了卖空的禁令，人们质疑政策的有效性，认为此举扰乱了市场。相关的经济研究表明，卖空并不是导致受SEC紧急禁令约束的那些金融公司股价下跌的原因。研究进一步指出，禁令反倒引起了相关股票的市场价值的下降。SEC主席克里斯托弗·考克斯随后为出台卖空禁令而致歉，他解释说此举也是迫于财政部长鲍尔森和美联储主席伯南克的压力。

SEC在次贷危机中表现得软弱无力，考克斯对鲍尔森和伯南克的抱怨进一步弱化了SEC的公信力。他的表态也使得人们开始质疑SEC的独立性和有效性，从业人员也报怨相关的限制增加了市场的波动。[①]不管效果如何，国际上很多国家的政府还是纷纷效仿SEC对卖空进行限制。英国金融服务监管局（Financial Service Authority）2008年10月22日宣布保持卖空禁令不变。对卖

① "Traders Group Faults SEC Over Decision on Short Selling Ban," p. 85.

空的批评还在继续。花旗集团指责卖空对其股票的持续打击（曾经一度低于 1 美元）并呼吁 SEC 对卖空重新启用提价交易规则。

市场波动

2008 年 10 月 9 日，在交易日的最后一个小时，美国市场行情急转直下，道琼斯指数下降至 8641.95 点，自 2003 年以来首次以低于 9000 点收盘。此时正好是 SEC 刚刚解除金融公司股票卖空禁令之后。道琼斯指数与 2007 年 10 月 9 日历史最高点相比下降了 35%。原油及其他商品价格也在下降。以商品为基础的共同基金大幅亏损，自 7 月以来，平均价值损失为 26%，而它们 2007 年的收益还在 23% 以上。

第二天，原油价格降至每桶 77.70 美元，世界各国的领导人商讨共同努力稳定金融市场。但除了协商同意下调利率，同时在各国采取任何行动时相互知会之外，领导人并没有达成其他协议。道琼斯指数连续 7 天仍在持续下行。市场急剧动荡，交易日当天指数在 1019 点左右摇摆不定，是历史上波动性最大的一天。当天收盘时，道琼斯指数下降 128 点，收盘于 8451.19 点，创 2003 年 4 月 25 日以来的新低。通常来说，股票价值在短期内下降 20% 以上就可以定义为崩盘。而在这短短一个星期之内，股票价值平均幅度下降超过 20%，大约 84000 亿美元的股东权益蒸发。

金融分析师们预计美国将处于长期熊市，也就是说短期内市场不会回暖。道琼斯指数与前一年 10 月的历史最高点相比下降了 40%，创 1974 年以来最大降幅。公司债券市场和投资等级债券也在遭受损失，后者自 2008 年 9 月以来价值损失了 11%，垃圾债券的价值下降了 17%。亚洲和欧洲市场也在应声下降，日经指数经历了 20 年来最糟糕的交易日。

问题资产救助计划的紧急救助

2008 年 10 月 13 日，布什政府宣布动用 2500 亿美元问题资产救助基金，投资于数个大型银行，包括花旗银行、美洲银行、富国银行和摩根大通银行，每个银行大约投资 250 亿美元。其中，花旗银行和美洲银行随后还进行了追

加投资。高盛和摩根士丹利各投100亿美元。纽约梅隆银行得到的投资较少。即使不需要注资，那些大银行也被迫接受注资，这样避免人们认为那些接受救助的银行将要破产。

此举让人联想到大萧条时期的复兴金融公司（Reconstruction Finance Corporation，RFC）。RFC发现银行并不情愿接受政府的注资，因为这样会给公众留下将要破产的印象。在RFC向芝加哥中央共和银行和信托公司贷款9000万美元后，国会要求公布贷款，当时贷款由RFC前总裁查尔斯·道斯和赫伯特·胡佛总统的第一副总统安排。RFC在某种程度上成为了布什政府在紧急救助方面的模板。RFC于1918年在战时金融公司之后建立，旨在为战时工业提供贷款。1935年，RFC已购入超过6500家银行13亿美元的优先股，拥有超过一半的美国银行的优先股。RFC向约4000个借款机构贷出大约10亿美元，其中不乏抵押贷款公司和铁路公司。

RFC最早的一笔贷款是为了救助美洲银行，贷款额为1500万美元，当时美洲银行，就像现在一样，是美国业务规模较大的银行之一。没有想到的是，美洲银行现在再次需要政府的紧急救助，这次的救助金额高达450亿美元，回报是政府每年得到28亿美元的股息。

RFC同时发现那些获得注资的银行往往宁愿把资金留作银行储备或持有国库券，也不愿放贷。就像RFC董事杰西·琼斯所说：“那些银行和信托公司非常不情愿再借出资金……大多数银行尽可能地增加流动性……这样对公共部门太不公平。”[①] 其实，财政部在安排紧急救助资金时面临相似的困境。

1932年RFC给银行系统的借款也并没能阻止银行的破产。接受RFC贷款的79家银行中的56%最后都没能躲过破产的结局。但1933年通过的《紧急银行法》授权RFC购买濒临破产银行的优先股，此举非常成功。将优先股出售给RFC的80家银行中仅有12.5%最后破产。最初银行对出售优先股颇为抵触，后来RFC将股息从6%降到4%，最后促成了计划的实施。RFC也力劝大型银行和声望高的银行加入此计划，这样带动小银行也参与进来。在纽约

① James S. Olson, *Saving Capitalism*, pp. 16 - 17.

城市银行也就是后来的花旗银行出售5000万美元优先股给RFC之后，重组计划逐渐广为接受。

财政部正是借用RFC的经验和优先股计划，利用TARP基金来增加银行的资金。TARP最先注入2500亿美元就是采取购买优先股的方式，这可以看作是第一层注资。接受注资的银行在注资后的5年间向政府支付5%的股息，5年后股息为9%。此外，政府要求相当于优先股票面价值15%的担保金，这使得政府能够在银行股价上升时用此资金购买股票，同时使纳税人分享普通股股价上涨带来的好处。

政府只有在涉及优先股事宜的时候才具有投票权，如果六个季度没有拿到股息，政府可以任命董事入驻公司。如果愿意，政府也可以出售优先股，而银行可以在政府出售3年后以票面价值赎回优先股。财政部指出，不会要求银行取消普通股的股息，但普通股如果要调高股息，需要得到政府的批准。

2008年10月布什政府宣布会为大型金融机构未来3年发行的高等级的债券提供担保。联邦存款保险公司也会为银行的无息账户存款提供担保，国会也将零售储户每个账户的存款保险额度提高到25万美元。美联储随后宣布将会在欧洲3个国家的中央银行出现资金不足时提供无上限的美元支持。

这一发言引起了股市的飙升。2008年10月14日，道琼斯指数上涨了936.42点，上涨11%，创单日最大涨幅，收于9387.61点。标准普尔500上涨11.6%，是1939年以来表现最好的一天。全球各大股市强劲反弹。对于维亚康姆和哥伦比亚广播公司的掌门人萨默·雷德斯通来说，股市的反弹还是来得太迟了。由于投资于影剧院的连锁店，他贷款16亿美元，为了缴纳追加保证金，他被迫出售了他所掌控的两家公司的很大一部分股票。同时，商品价格也在下降。原油价格在近几个月的时间里下跌了44%，谷物的价格也下降了差不多的比例。但联邦政府的赤字还在持续上升，2008年10月达到4550亿美元。

同一个月，纽约联邦储备银行召集占据信用衍生品90%份额的大型投资银行参加会议，呼吁它们努力增加市场的透明度。当时，所有信用衍生品的名义价值为620000亿美元。有一位评论员在《华尔街日报》上发文建议监管

人员要求银行高管定期说明交易中的风险及其风险应对措施。[①] 没能正确评估次级抵押贷款相关风险的失误，确实改变了美国的整体金融格局。

在美林和美洲银行合并之后，美国只剩下了两家独立的大型投资银行，也就是高盛和摩根士丹利，但这种情况也没有持续太长时间，因为摩根士丹利和高盛在2008 年9 月 22 日都转变为银行控股公司。这种转变似乎使 SEC 更加边缘化，使银行监管机构成为投资银行的主要监管机构，历史又重回 20 世纪 20 年代。高盛似乎比其他公司更有先见之明，它几乎没有次级贷款敞口，但在雷曼兄弟破产之后，高盛也被迫处于金融市场的极度混乱之中。为了重拾市场信心，沃伦·巴菲特在2008 年9 月 23 日宣布斥资 50 亿美元投资高盛。随后，高盛成功地发行了 50 亿美元股票。

市政债券

2008 年 10 月，美国市政债券保险公司（MIBA）和安巴克金融集团信用等级下降，失去 AAA 评级，也引发了人们对市政债券市场的担忧。这两家公司是市政债券的大型担保人，由于它们涉足 CDO 业务而累及公司的财务状况，也就减弱了其对市政债券担保的价值。伯克希尔·哈撒韦保险公司拥有 AAA 信用等级，在 MIBA 和安巴克金融集团之后进入市政债券市场，也身陷困境。人们寄希望于新的债券保险担保人的引入能够重振债券市场，市政基础设施保险公司（Municipal and Infrastructure Assurance Corporation，MIAC）让麦格理集团提供担保，并寻求获得 AAA 评级。

市政债券规则制度委员会（Municipal Securities Rulemaking Board，MSRB）建议建立一套新的、集中化的市政债券信息系统，来管理市场的超常波动。MSRB 与财政部商讨为市政债券市场处于停滞状态的州提供紧急援助。有好几个州因为财政收入下降而且无法从资本市场筹资，面临预算危机。它们也得不到任何联邦政府的担保，因为税收法规定，联邦政府不能为免税的债券进行担保。

---

① "Give Bank Boards a Spine," *Wall Street Journal*, May 27, 2008.

2008年9月，加利福尼亚似乎解决了这个难题，填补了州预算的150亿美元赤字。但2008年11月，显然又出现了11亿美元的赤字。有人提议联邦政府应当为这些处于困境的州提供现金。加利福尼亚州公务员退休基金在2008年10月22日宣布，如果它的资产组合价值继续下降，就会要求公务人员缴纳更多费用。该基金透露说，它在2008年6月30日结束的财政年度里，因为借款为这些资产提供杠杆，在房地产住宅方面的投资损失了103%。

通用公司

通用公司在2008年9月25日发布利润警示通告，这是公司在该年度第二次发布此类警示公告。公司宣布计划留存现金，减少负债。公司减少了金融服务业务并通过公开发行筹资120亿美元，还从沃伦·巴菲特那里筹得30亿美元。而通用公司CEO杰弗里·伊梅尔特之前曾告知金融分析人员，他预计公司第三季度的结果会很好。受到如此具有“惊人”差异消息的影响，道琼斯指数降至12325.42点。通用公司前任CEO杰克·韦尔奇批评伊梅尔特不该将不能兑现的盈利公之于众。

通用公司通常被看作是工业公司，它的产品从洗衣机到飞机引擎均有涉及。但其实，通用公司一度转型为金融服务公司，并成为美国最大的非银行金融公司，其金融业务规模仅次于美国的四家商业银行。在次贷危机中，通用公司金融业务屡遭打击和质疑，公司股价也随着股票市场的动荡而波动。通用公司的困境使花旗集团停止了对资产处理的融资贷款，主要为那些宣布破产的公司提供贷款，使得这些公司有资金来对公司进行重组或进行善后处理。花旗集团此类贷款的业务量为17.5亿美元，此业务的停止使人们担心那些公司连宣布破产的能力都没有了。

第5章 危机的继续

第1节 危机的扩散传染

国外的危机

在美国股票市场于2008年10月6日这周下降24.7%之后，危机开始蔓延至国外市场。这也印证了金融市场具有全球性及相互依存的特质，全球各大股市都受到了影响。接下来的几天里，日本下降36.7%，澳大利亚下降19.8%，印度下降24.4%，中国下降30.4%，俄罗斯下降61.4%。与美国相邻的加拿大下降34%，墨西哥下降28.6%，巴西下降40.9%。欧洲的德国下降27.9%，英国下降27.3%，法国下降24.9%，西班牙下降23.4%。

欧洲政府在2008年10月13日宣布将为银行提供巨额资金支持。2008年10月19日，荷兰政府宣布了总额达130亿美元的一揽子计划，用来救助大型银行及保险公司——荷兰国际集团（ING）。荷兰国际集团在第二天股票市场上升时挽回了一些损失。瑞士信贷集团则宣布将用非流动性证券的形式支付公司高管奖金，这不但是公司剥离这些工具的好方法，而且当市场回暖时，对高管来说也不失为一种不错的选择。

英国抵押贷款审批创历史最低，2008年第三季度消费者借款也在下降。

16年来英国经济在这个季度首现收缩。英格兰银行估计英国大约有10%的住房抵押贷款者的贷款额超过其房产价值。英国政府在2008年10月7日向巴克莱银行、劳埃德集团、苏格兰皇家银行及其他银行共注资870亿美元。

第二天，英国政府宣布，计划向金融机构提供4000亿英镑的资金支持，并向银行施加压力，促使其为消费者提供贷款，但遭到银行的抵制。英国的银行还抗议政府借紧急救助“揩油”，因为这会减少15%的银行收入，而且接受救助的银行在贷款还清之前，不允许向股东发放股息。

英国政府开始将苏格兰集团的皇家银行、哈利法克斯苏格兰银行（从属于劳埃德集团）国有化。巴克莱银行拒绝政府附加多种条件的股本形式注资，也拒绝参加由政府主导的、在2009年3月出台的银行资产保险计划。巴克莱银行在2008年10月接受了来自阿布扎比和卡塔尔104亿美元的资金来增加银行资本金，同时削减了3000个工作岗位。

2008年9月30日爱尔兰银行宣布为大型银行提供5630亿美元责任担保，同时储蓄保险不设上限。不久，爱尔兰经济陷入混乱，政府设立国家资产管理局（National Asset Management Agency，NAMA），从6家最大银行中的5家购入问题商业资产，总收购金额估计达1230亿美元。

欧洲政府也在忙于救助濒临破产的银行，比利时的富通银行得到来自比利时、荷兰和卢森堡政府163.7亿美元的注资。富通银行的一些资产计划由法国巴黎银行接管，因此富通银行进行了相关的货币交易，为此2008年12月24日宣布亏损4.11亿美元。这起并购麻烦不断。有消息披露说比利时内阁成员给法官施压，批准将富通银行部分出售给巴黎银行并为资产进行担保，比利时政府被迫于2008年12月集体请辞。比利时的法庭认定应当允许小股东为是否进行银行拆分投票。2009年2月，小股东为此进行了投票，结果是反对两家银行的并购。

比利时法语区的德克夏银行在2008年9月30日得到了来自比利时、法国和卢森堡政府总额为90亿美元的一揽子救助。其实，欧盟并没有达成统一救助银行的计划。法国提议建立4000亿美元以上的、覆盖欧洲的救助基金，而英国更倾向于根据金融机构的具体情况，进行个别处理。法国为刺激停滞不

前的经济，启动了330亿美元资金计划，同时在2008年10月20日，法国政府宣布向法国最大的6家银行注资约200亿美元。法国巴黎银行、德意志银行和法国外贸银行在2008年10月的交易中每家都损失数亿美元。法国松鼠储蓄银行在这一个月里因证券衍生品交易损失了大约9亿美元。

美国孚劳尔私募（Flower）投资17亿美元于德国海波不动产控股银行，面临破产，但德国政府给予1420亿美元的救助。同时，德国政府对所有储户的存款提供担保，促成了7500亿美元一揽子金融机构救助计划，并在2008年12月5日批准396亿美元经济刺激计划。德国财政部长施泰因·布吕克指责国际信用毁在傲慢自大的银行家手里。

苏黎世金融在2008年10月2日宣布因雷曼兄弟、华盛顿共同基金和西格玛金融公司的破产损失6.5亿美元。2008年10月16日，瑞士政府宣布将斥资600亿美元购买瑞银集团的不良资产，瑞银集团受美国次级抵押贷款的影响，遭受巨额损失。作为回报，瑞士政府将得到可转换成证券的、有固定利息的可转换票据。同时，瑞士政府还投资53亿美元用于购买9%的瑞银集团股票。

有些欧洲银行因附加的限制条款及相应要求而抵制政府的注资；相反，它们更倾向于向美国银行贷款，这至少可以看作是信用市场回暖的一种表征。西班牙国际银行在2008年6日的那一周甚至计划趁机收购美国的一家大型储蓄银行——主权银行。

2008年欧洲经济整体都在下滑。西班牙在经济放缓的同时失业率上升。在经历了连续两个季度的经济滑坡之后，到2008年11月14日，大多数欧洲国家正式宣布陷入经济衰退。匈牙利的中央银行——匈牙利国家银行为了避免银行挤提，在2008年10月22日将利率提高300个基点。由于担心币值稳定性，丹麦举行全民公投，决定是否改用欧元作为官方货币。由于危机扩散至匈牙利，欧洲中央银行决定将匈牙利国家银行的贷款延期。2008年11月6日，有三家中央银行下调了利率：英格兰银行下调1.5%，欧洲中央银行和瑞士国家银行均下调0.5%。欧洲同时放松了银行按市场价格计量资产价值的要求。

冰岛受次贷危机的影响更为严重。在危机发生前，冰岛的国际金融服务业一片繁荣，危机袭来之时，冰岛的三家大银行无一幸免，全部破产。政府向格里特利尔银行注资8.27亿美元，但由于担心政府无力救助其他的问题银行，冰岛股市行情直线下降。这并不是空穴来风，2008年10月5日，冰岛政府就表示过整个国家有破产的风险。2008年10月20日，冰岛中央银行将利率上调18%来支撑冰岛克朗。2008年10月24日，冰岛向国际货币基金组织寻求20亿美元贷款帮助。贷款救助进展缓慢，此事在2008年11月16日出现了转机，因为冰岛政府同意全额赔付欧洲居民包括冰岛居民在冰岛破产银行的储蓄，国际货币基金组织将贷款额度提升至80亿美元。这时，冰岛所有的银行都国有化，整个国家的银行系统崩溃。之后，冰岛政府在2009年1月26日也面临瓦解。根据反恐相关法律的规定，英国冻结了冰岛在伦敦的资产，以此作为偿还英国居民在冰岛银行储蓄的保证。冰岛的立法机构阿尔庭随后通过了一部法律，由政府担保向英国及荷兰居民支付50亿美元，赔偿他们在冰岛已破产的冰岛国民银行管理的网路储蓄银行电子账户上的存款损失。尽管总理和外交大臣都表示支持，但总统奥拉维尔·格里姆松否决了这项法律，为此冰岛进行了全民公投。冰岛在2009年7月又向银行注资21亿美元，并宣布计划由国外投资机构接管冰岛最大的两家银行。

虽然俄罗斯政府极力支撑，但是随着原油价格的下降，卢布摇摇欲坠。政府为大型企业提供500亿美元贷款用于归还国外负债。在雷曼兄弟事件发展的高峰时期，俄罗斯证券交易所的股票市值在2008年9月16日减少了20%。因为银行股票价值下降过快，俄罗斯股市曾休市两天。政府共斥资1200亿美元救助银行，但由于储备损耗殆尽，俄罗斯的国家主权信用评级在2008年12月还是遭到了降级。2008年12月中旬的一周内卢布贬值两次，在2009年1月的七天里贬值六次。

2008年9月24日的中国香港，紧张的银行储户开始挤提，在东亚银行的各个支行，来提款的储户排起长队。2008年10月30日，日本宣布总额为510亿美元的经济刺激计划，但日本工业产出在接下来的一个月还是经历了有历史记录以来的最大跌幅。日本政府还建议整合日本的股票及商品金融市场，

改由现存的证券及商品交易所独家持股。此番整合过程会持续到2013年。

2008年10月27日，三菱日联金融集团宣布面对市场日益严重的混乱态势，将筹资105亿美元来平衡资产负债表。同时，日元对主要外国货币的汇率迅速上升，使得担忧四起。人们认为投资者以非常低的利率获得日元资金，将其投资于外国的证券进行套利交易，利用利差赚取巨额利润。

韩国也同样处于金融困境。2008年10月，韩国央行向金融市场注资105亿美元。10月韩元兑美元汇率下降了30%。2008年10月19日，韩国下调了利率并宣布了1300亿美元的银行救助计划，其中1000亿美元用于为国外货币贷款担保，另外300亿美元用于向银行系统注资。但韩国政府宣布不会寻求国际货币基金组织的援助，因为此种援助往往会附加条件，而韩国民众此前对此类协议颇为抵触。在1997年亚洲金融危机期间，由于韩国民众认为国际货币基金组织贷款的附加条款侵犯了韩国的主权，曾引起所谓的“亚洲病毒”的社会骚乱。

2009年第四季度，由于危机期间国际需求减弱，原本迅速增长的中国经济增速下降。2008年11月9日，中国通过法律确定总额为5860亿美元的经济刺激计划，以支持下滑的经济状况。2009年，中国经济状况开始复苏。中国通过提升国际货币基金组织（IMF）的作用及自身在此组织的参与度，致力于提升其影响力及国际声望。中国还建议IMF吸纳一种新的货币代替美元作为国际货币储备。美国财政部长蒂姆·盖特纳曾在一次采访中表示他会考虑这一提议，由此还引起了货币市场的紧张情绪，2009年3月25日，美元币值迅速下降。

中国政府表示对美国的经济状况非常担忧，担心此危机会波及中国投资于美国证券的巨额资产安全。并要求美国为中国持有的1万亿美元美国国债担保。在早些时候，中国政府曾指出美国低储蓄、高消费的不可持续发展方式，其消费也是基于中国生产的产品。

当金融危机来临时，中国台湾经济也陷入衰退。货币当局下调利率以刺激经济，2009年经济回暖初见成效。为了帮助韩国、新加坡、墨西哥和巴西解除危机风暴，美联储在2008年10月29日宣布将向这几个国家的银行提供

300亿美元贷款。澳大利亚同意为大银行的负债提供担保。2008年10月，美元对其他货币的汇率大幅上涨，墨西哥和巴西为维持其货币稳定，付出了数十亿美元。

2008年10月，包括澳大利亚、中国台湾、葡萄牙和阿拉伯联合酋长国在内的国家（地区）都在实施对银行的救助计划。科威特的一个客户在衍生品交易中违约，有谣言说因此造成了7.5亿美元的损失，因此科威特中央银行暂停了本国最大的银行之一——海湾银行的股票交易。2008年10月26日，科威特中央银行宣布对银行存款进行担保，并对海湾银行实施救助。在股票市场遭受损失的投资者声称要控告股票市场，科威特法院因此命令首都科威特城在2008年11月13日关闭股票市场。科威特投资监管当局为了支持本国股票市场，宣布将购买巨额的市场流通股票。

沙特阿拉伯为本国低收入居民提供大约23亿美元的贷款，同时提供400亿美元的贷款给银行。阿拉伯联合酋长国为本国银行存款提供3年担保，并宣布建立银行间拆借计划。迪拜的房地产市场也呈现疲软状态。2008年11月，IMF向巴基斯坦提供76亿美元贷款。

IMF重新开始扮演"9·11"事件发生后的流动资金提供者角色。IMF计划成立专门的货币基金以救助因金融危机扩散受累的世界各国经济。2008年10月，IMF同意向乌克兰提供资金以挽救风雨飘摇的乌克兰经济。但乌克兰民众并不愿意接受IMF贷款的附加条件，因此援助计划搁置。拒绝救助的代价非常惨重，乌克兰的银行系统崩溃，9家银行由政府接管。2009年，IMF宣布建立1000亿美元基金用于无条件贷款给经济出现问题的国家。这些计划旨在为之前危机时拒绝接受IMF附加条件贷款的国家提供资金，如墨西哥、巴西和韩国。

在刚刚步入21世纪时，IMF形同虚设，但在次贷危机期间，它又重现活力，扮演重要的角色。IMF作为20国集团的代表，试图发挥世界中央银行的作用。盖特纳在20国集团2009年4月召开的伦敦会议上，建议批准增加IMF的基金总额，增加IMF筹资1万亿美元，使其资金增加至现有资金的4倍。随后，IMF和世界银行宣布7国集团落后于朝代潮流，世界银行和

IMF应该在与20国集团的合作中起主要作用。世界银行计划为中等收入国家提供1000亿美元贷款，但遭到成员国的反对，因为需要筹集更多资金来支持这项贷款。

私募股权融资

私募市场也因次贷危机遭受重创。2005—2008年，私募股权融资减少了7410亿美元。当次贷危机进一步发展时，高杠杆率使问题越发严重。在2008年的前11个月里，有109个大公司申请破产，其中有67家涉足私募股权投资。2008年有关私募股权融资的交易减少了70%。第四季度交易量只有60亿美元，而在危机前的2007年第二季度，这一数值还是1100亿美元。信用危机使私募股权投资放缓，因为它们缺乏大型融资的来源而且银行已经关闭了对它们的借款窗口。

2008年第二季度，危机已经蔓延至杠杆贷款市场，在8月时，违约率已升至5年来的最高点。标准普尔估计，2008年底时，在银行拥有的杠杆贷款中，每美元的价值只有66美分。2008年第四季度平均股权收购额下降至7880万美元，这一数值在2007年同期为2.808亿美元，在2006年同期为7.26亿美元。

科尔伯格—克拉维斯公司（Kohlberg Kravis Roberts，KKR）2008年亏损12亿美元。它们收购达乐公司（Dollar General）颇具先见之明，因为次贷危机期间，很多消费者都转而到低端的商店去购物，这也是次贷危机期间少有几个没有遭受亏损的私募股权融资交易之一。例如，KKR对第一资讯的收购价290亿美元账面亏损了45%。KKR对德州公用的收购价370美元减记了89亿美元。

在遭受次贷危机打击的同时，私募基金也看到了希望。KKP的亨利克拉维斯在瑞士举行的达沃斯经济峰会上警告说，私募股权融资正在探寻绕过已经停止对外放款银行的方法。实际上，银行在储户间起到中介作用，储户为银行提供存款，而借款人通过银行借到储户的资金。私募股权融资机构试图直接向提供资金的机构如保险公司、养老基金、共同基金和主权财富基金等筹资而绕开银行。

次贷危机期间，筹资变得愈发艰难，许多投资都计划回撤资金。有一些私募公司成立“附加基金”，以期从投资者那里融得更多的资金，但效果并不好。阿波罗管理公司在一些大客户抗议后创立了附加基金，事实证明在私募领域还是有汁可榨。私募基金北欧资本在 2008 年 11 月融到了 53 亿美元。2008 年 10 月，另一只欧洲私募基金桥点资本融资超过 60 亿美元。

亨兹曼和阿波罗拥有的瀚森化工间的并购在 2008 年 10 月末陷入僵局，因为瑞士信贷集团和德意志银行本来同意为这笔交易融资，却出尔反尔。

2008 年第四季度在荷兰上市的对冲基金——阿波罗全球管理公司宣布其资产价值下降 45%。另一只同样在荷兰上市的阿波罗下属的基金——阿波罗另类投资基金在 2008 年第四季度净资产损失 7 亿美元。

赛伯乐资本管理公司在 2008 年 10 月将公司转为银行控股公司的架构，以便能够符合参与问题资产救助计划（TARP）的要求。赛伯乐资本管理公司盈利 16 年后在 2008 年首次亏损，并宣布停止赎回。但投资者要求赎回 55 亿美元资金，大约占据公司管理资产的 20%。公司同意重启流动性，但同时宣布将两只新的对冲基金封闭 3 年。

总部位于伦敦的大型私募集团珀米拉在 2008 年 12 月宣布，允许投资者将总额为 140 亿美元的股权收购基金的 40% 赎回。但投资者必须按原始投资额付管理费，并且放弃部分未来收益。

有些私募公司因坐拥高额现金安然度过此风暴。德州太平洋集团拥有 300 亿美元，贝恩资本拥有 200 亿美元，凯雷集团和阿波罗管理公司各拥有 140 亿美元。另外一些私募投资公司试图通过兼并有问题负债的公司来从 2008 年末的次贷危机中获益。在 2006 年被阳光资本收购的全美最大墨西哥餐饮连锁公司瑞麦（Real Mex Restaurants）于 2008 年 12 月被法伦资本管理公司和 KKR 收购，公司顶层管理人员被替换。当瑞麦餐饮遇到融资困难时，法伦资本管理公司和 KKR 便控制了公司，并将公司原来的优先股比例降至 15%。其他方面，私募公司利用杠杆收购问题债务，从而以债权人的角色进行控制。[①]

① Peter Lattman and Jeffrey McCracken, “Buyout Shops Swoop in for a Feast on the Cheap,” *Wall Street Journal*, December 31, 2003.

工会养老基金在对冲基金和私募股权融资方面的投资策略似乎与众不同。2008年公共养老基金平均持有5%资产价值的私募股权和对冲基金。加利福尼亚州教师退休养老计划持有其总资产价值大约14%的私募证券。这一计划及加利福尼亚公共雇员退休计划（CalPERS）因这些投资遭受了巨额损失，并且还要按照私募基金公司的资本要求亏本出售其他资产。

对冲基金

次贷危机对对冲基金的影响非常大。对冲基金持有的分期贷款抵押证券在2007年初就遭受了巨额损失。其实，当2007年6月贝尔斯登的两只对冲基金花费约40亿美元购入次级贷款遭受损失时，次贷危机已悄然开始。当银行作为对冲基金最重要的资金来源开始惜贷时，对冲基金出现了信用约束。例外的是由都铎投资管理的猛禽对冲基金的投资者，在2007年连续亏损后，赎回了10亿美元投资。尽管信用市场存在担忧，好几家对冲基金在2007年都获得了巨额收益。2007年对冲基金取得平均12%的收益。2007年大约50家对冲基金关闭，其管理资产额为186亿美元资产。这一数字与2006年相比要低，2006年有80余家对冲基金关闭，管理的总资产额为350亿美元。

2007年8月，凯雷集团为其抵押贷款基金提供2亿美元贷款，此基金在阿姆斯特丹泛欧交易所挂牌上市。当次贷危机蔓延时，集团被迫出售9亿美元资产来填补追加保证金。基金的股价从每股19美元下降到1美元。凯雷集团旗下拥有220亿美元抵押贷款的一只对冲基金因抵押贷款投资估值下降，在2008年3月13日破产。凯雷资本对冲基金杠杆率非常高，负债和产权比率高达32:1。当市场下行时，追加保证金和抵押资产同时上升，集团面临流动性难题。2008年3月10日，公司再次不得不亏本出售资产，基金经理申请延期偿付银行贷款。至此，这只基金已经将210亿美元投资组合中的50亿美元出售变现。但银行拒绝了延期偿付的请求。凯雷集团对冲基金说它们是基于1998年危机最坏状况下的长期资本管理（LTCM）公司建立的投资风险管理模型，但次贷危机比模型所预设的状况更为严重。

1998年，由约翰·梅里韦瑟领军的长期资本管理公司，在遭遇40亿美元

的损失后，接受了由纽约联邦储蓄银行组织的投资银行救助，在 2008 年 3 月再次遇到危机。在长期资本管理公司的困境解除后，梅里韦瑟开放了一只名为 JWM 伙伴的对冲基金，这只基金曾在 2007 年 2 月股票市场的下挫中获利。但这种情况并没有延续，JWM 伙伴在 2008 年前 3 个月损失了 28% 的资产价值。2008 年结束的时候，梅里韦瑟将雇员辞退，在 2009 年 3 月退还投资者资金。

2008 年 3 月 12 日，另一个资产管理公司德雷克资本也停止总额为 27 亿美元对冲基金的赎回。2008 年前 3 个月，基金资产价值下降了 2.9%，是这只基金历史上最糟糕的一个季度。因为银行的信用限制，有些对冲基金不得不变现证券以满足现金流和赎回的需要，这使得市场状况雪上加霜。亏损很快越来越多，里士满资本在 2008 年 1 月损失了大约一半的净资本；佩洛通（Peloton）资本曾经名噪一时，2007 年年报收益率为 87%，在 2008 年 2 月因抵押资产证券的巨额损失也不得不释放流动性。福克斯资本曾经是拥有数十亿美元资产的对冲基金，在 2008 年 3 月同样由于不能满足银行的追加保证金要求而变现资产。

一家总部位于迈阿密的对冲基金公司联合资本，在 2007 年 7 月停止赎回，一年后完全破产，它们在资产抵押证券上的损失超过 6 亿美元。这家公司 38 岁的 CEO 约翰·德瓦尼在基金破产前生活奢华。他拥有价值 1100 万美元的直升机和 141 英尺的游艇，他在佛罗里达贝斯坎湾价值 3800 万美元的住所还曾经作为电影《疤面煞星》的取景地。

堡垒投资集团对冲基金持有的抵押贷款证券在 2008 年 7 月损失了 30% 的价值。它们在同年春天购买了价值超过 5 亿美元的 AAA 级抵押贷款债券，理论上此时危机已经见底，债券贬值完全是由危机中市场的恐慌造成的。伦敦的恩沃（Endeavor）资本对冲基金由于短期和长期日本政府债券（JGBs）的价差头寸损失了总资产额 30 亿美元中的 7.5 亿美元。在类似的交易中，其他数家对冲基金也遭受了巨额损失。

总部位于纽约的艾提科斯（Atticus）资本对冲基金，在 2008 年前三个季度损失超过 30 亿美元。埃尔金（Elgin）资本对冲基金投资于信用相关工具，因杠杆贷款和高收益债券市场的损失宣布暂停赎回。贝恩资本信用集团的两

只对冲基金都遭遇困境，它们在高等级公司贷款方面投资的损失在 2008 年 10 月 22 日达 50%。一只价值为 5800 万美元的对冲基金控告花旗集团和美联银行，要求它们为信用违约互换（CDSs）产品承担相应责任，因为事实证明这些产品比对冲基金风险还要高。

也有一些对冲基金能够在次贷危机中获利。詹姆斯・西蒙斯和乔治・索罗斯分别赚到了 30 亿美元。排名前 25 位的对冲基金经理在 2007 年得到超过 3.6 亿美元的佣金和奖金。排名前 50 位的对冲基金经理共收入约 300 亿美元。迈格尼塔（Magnetar）资本对冲基金是由创建人天文学爱好者亚历克里托维兹按中子星名字命名的，他之前在城堡投资集团做交易员，在担保债务凭证（CDOs）进行了共 300 亿美元的巨额投资。在次贷危机中这些投资成了烫手山芋。但这只基金通过 CDSs 对冲了这些负债投资的风险，并且有一些其他的收益类投资，最终实现了盈利。城堡投资集团就没有前交易员那般幸运，2008 年 12 月，其在日本的分部关闭，因市场收缩，在香港的业务量也迅速减少。

另外一只对冲基金的经理约翰皮尔森在 2007 年次级贷款市场押下了赌注，投资达 150 亿美元，他赚到了 30 亿美元。他聘请美联储前主席艾伦・格林斯潘做顾问。格林斯潘在他任期的最后几年通过低利率推高了房地产市场，但接下来却持续提升利率并阻击了市场。受皮尔森的影响，他的朋友杰夫・格林也在房地产市场赚得 5 亿美元。其实，皮尔森的收益来自于其他交易者的损失，就像我们在第七章所述，皮尔森的好几笔交易都与轰动一时的 SEC 控告高盛的案件有关，其中牵涉到皮尔森与德国银行的 CDO 交易。

据估计，2008 年 9 月，对冲基金持有的资产额约为 17000 亿美元，但到了第三季度，总额已经损失了 2100 亿美元。截止到 2008 年 9 月 24 日，对冲基金投资者将约 1000 亿美元转而投向货币市场以求更多的保障。2008 年 10 月，当次贷危机高峰之时，对冲基金资产损失大约为 1150 亿美元，赎回约为 400 亿美元。对冲基金市场当年面临巨额赎回。摩根大通估计 2008 年第四季度对冲基金投资者的赎回申请总额为 1000 亿美元。在次贷危机之前，对冲基金的基金总数持续上升，但在 2008 年减少了 4%。

由摩根大通组建的高桥资本募集了150亿美元资产进行投资，但由于亏损和赎回，在2008年12月基金资产已经缩减至60亿美元。2008年12月3日，摩根大通接管了对冲基金古根海姆的抵押资产，此基金的投资者之一是加州公务员退休基金，它们投资于商业地产债务。2008年对冲基金的平均损失是29%。但有些对冲基金经理的业绩很是不错。他们当中前25位共盈利116亿美元。复兴科技基金的基金经理詹姆斯·西蒙斯之前是数学教师，他赚了25亿美元；鲍尔森公司的约翰·皮尔森收入20亿美元；半人马座能量基金的约翰·阿诺德赚得15亿美元；索罗斯基金的乔治·索罗斯赚了11亿美元。至2009年初，对冲基金管理的资产仍达16000亿美元，而且经济学家预测对冲基金还是能够获得跑赢市场的5%~10%的回报率。到2009年下半年，对冲基金市场似乎已经恢复，投资者们也重新投向像黑石集团这样的大型对冲基金，2009年第二季度黑石集团报告盈利颇丰。KKR也成功地为旗下的安华高科技公司发行新股。堡垒投资集团在第二季度也报告收入上升。

次贷危机也造成了对冲基金监管方面的改变。安然丑闻等事件后，SEC要求对冲基金和投资顾问一样，需要进行注册。但联邦上诉法院将此事搁置，而且政府主导的进一步研究认为并没有必要进行注册。但令人意外的是，2008年11月20日，财政部长亨利·鲍尔森宣布，对冲基金在政府注册纳入正在进行的金融监管改革之中，并应当接受相关监管。奥巴马政府也表示支持这一规定。这种政策导向改变的原因并不明朗，但不容忽视的事实是，对冲基金使富有的投资者损失了很多财富。国会也介入这一事件，它在2008年11月传唤了数家大型对冲基金的经理人，来评估对冲基金操作如何影响整体经济，同时核查对冲基金的赔偿方案。纽约大学斯特恩商学院的研究为对冲基金监管提供了进一步的支撑，其2009年10月的研究结果认为，20%的基金经理没有很好地代表他们所管理的资产，业绩表现不佳，存在监管不当。此后，对冲基金按照2010年7月通过的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》接受监管。

对冲基金在欧洲同样是个热议的话题。欧盟建议要求对冲基金进行注册并公布它们的具体操作。2009年4月，在伦敦召开的20国集团会议上，财政

部长们也在商讨如何对对冲基金进行监管。美国和英国建议进一步公开信息，德国和法国则支持对冲基金接受和银行同样的监管。美国和英国游说欧盟放松一些对对冲基金和私募公司的监管，比如杠杆率的限制及严苛的资本要求等。

风险资本

当次贷危机恶化时，天使投资及其孵化贷款也变得稀缺，它们削减了众多投资于高科技初创公司的资本。在2007年，天使投资额为260亿美元，而2008年仅为192亿美元，约投资了55000家公司，平均投资额为34.6万美元。次贷危机给风险资本也造成了负面的影响。2007年风险资本投资只有300亿美元，也就相当于一些单只私募股权融资的交易额。2008年风险资本大约增加了310亿美元。但次贷危机使许多大型投资者削减资本投入。当信用状况和次贷危机恶化时，有些投资者无法满足出资的要求。华盛顿共同基金在投资失利后就没有满足风险资本的资金要求，因而违约面临严厉的罚款并需要支付利息。

2008年第四季度，风险资本投资额仅为55亿美元，比前一年同期下降30%，且为2005年以来最低。2008年，仅有440只风险资本，平均投资额为750万美元。2009年第一季度，风险资本投资持续下降，降至30亿美元，为1997年以来最低。通常的风险资本退出策略——IPO，在次贷危机中最终也停止了。2009年第一季度，仅有56个IPO。

2008年至2009年上半年，风险资本家的数量缩减了15%，2009年第二季度风险资本投资减少了50%。有些风险资本家改变了投资方法，转而投向不良资产甚至是那些在次贷危机中股价大幅下降的公共公司股票。许多风险投资家大幅减少收费以吸引投资者。他们希望能够从奥巴马政府早期由国会批准的一揽子经济刺激计划中吸引过来一部分资金。一揽子计划鼓励投资于环境科技、农村互联网和医疗保健信息系统。2009年上半年，风险投资家在环保企业的投资额为5.13亿美元，这与2008年上半年第一季度的投资额度相当。加州公务员退休基金支持风险资本在这方面的投资，它们参与了两家

风险资本基金的投资，共投入2.6亿美元。

比尔·克林顿执政时的副总统阿尔·戈尔作为凯鹏华盈的合伙人，引起了人们的关注。他在政府的一揽子刺激计划中预留了数十亿美元用于“智能电网”，而从中受益的就是他公司的客户。能源部向清洁能源科技的公司投资超过400亿美元，这些项目吸引了风险投资家。在2008年11月5日的《华尔街日报》专栏中，戈尔责难美国的资本家太过于看重短期的季度收益，整个国家都信奉“猖獗的用户至上主义”并且“生活在人们不应该企及的平均水平之上”。他提出所谓的由其他而不是石化燃料驱动的“可持续资本家”。[①]

奥巴马政府试图像管理投资顾问一样监管风险资本家，认为风险资本家给金融体系带来了系统化风险。实际上，风险资本既没那么大，也没那么重要需要如此监管。监管增加了巨额成本，扼杀了创新，使风险资本不想去承担风险。如《华尔街日报》所说，美国大约20%的GDP由那些在初期得到风险资本资助的公司所创造。尽管从2010年开始对对冲基金进行监管，但国会豁免了风险资本家的注册要求。[②]

每个金融领域都有骗子存在，风险资本也不例外。风险资本家威廉·德尔比乔亚在2009年9月在管理近5000万美元的风险资本基金时欺骗投资者，被判97个月监禁。和比乔亚同为被告的斯科特·卡奇欧尼也被判有罪，他滥用投资者的资金而且伪造经纪记录从银行骗取贷款。

第2节 混乱局面的应对

危机进一步发酵

问题资产救助计划的推出和实行并没有马上阻断次贷危机在华尔街的蔓

① Al Gore and David Blood, “We Need Sustainable Capitalism,” *Wall Street Journal*, November 5, 2008.

② L. Gordon Crovitz, “No Such Thing as Riskless Venture Capital,” *Wall Street Journal*, August 10, 2009.

延。许多公司调低了周转的信用限额来增加现金储备及信用，因为当次贷危机发生时，市场上信用短缺。银行的储户纷纷转向看起来更有实力的银行。股票市场即使在问题资产救助计划通过之后仍处于动荡之中。2008 年 10 月 14 日，在交易日当天上升 400 点后，道琼斯工业平均指数收于 76.62 点。第二天，也就是 2008 年 10 月 15 日，市场重新开始下滑，当天下降 733 点。由于此大幅下降，投资者股票市值损失超过 11000 亿美元，这是道琼斯有史以来排名第二大的点数下降，并且是 1987 年以来百分比点数下降的最高值。至此，道琼斯指数与此前最高值相比下降了 40%。标普 500 也经历了 1987 年股票市场崩盘以来的单日最大降幅。接连不断的负面消息助推了市场的下行。

抵押市场已经处于停顿状态。30 年住房抵押贷款的固定利率在 2008 年 10 月 15 日是 6.75%，而一周前还是 6.06%。当天，摩根大通和富国银行公布第三季度的收入大幅下降。这两个公司同时警告说不良拖欠贷款正在增加。原油价格下降到每桶 75 美元以下，大约是 7 月价格的一半。2008 年 10 月 16 日，花旗集团报告第三季度亏损 28.2 亿美元，这一消息在华尔街又掀起了飓风。道琼斯指数一天内下降 816 点，收盘时下降 401.35 点。原油价格降至每桶 70 美元以下，其他商品的价格也明显下降，通货膨胀减少。令人意外的是，在 2008 年 10 月 17 日，道琼斯指数经历了自 2003 年以来表现最好的一天。

标准普尔评级公司在 2008 年 10 月 20 日下调了 760 种发行证券中 85 种的信用等级。其中许多直接归入垃圾证券，因为抵押品的价值已经低于贷款额。2008 年 10 月，合成 CDOs 开始引起人们的关注，因为通过此产品，不用真正购买标的债券就可以投资于多样化的公司债券组合，购买此产品的投资人的损失开始增加。许多金融机构都持有合成 CDOs。

2008 年 10 月 20 日，股票市场持续波动，道琼斯指数当天上升 413.21 点，第二天下降 231.77 点，2008 年 10 月 22 日下降 514.45 点，当天原油价格每桶下降 5.43 美元，收于每桶 66.75 美元。2008 年 10 月 23 日，道琼斯指数上升 172.04 点，股票市场继续波动。因美联储持有雷曼兄弟的商业票据，雷曼的破产使得货币市场基金跌破了本金，商业票据市场急剧收缩。其他货

币市场基金也停止投资商业票据，市场流动性降低。

2008 年 10 月 18 日和 19 日的周末，政府紧急出台了保护商业票据市场的计划。2008 年 10 月 21 日，美联储宣布斥资 5400 亿美元担保并用于购买货币市场的商业票据，这正是当时处于恐慌之中的投资者的赎回诉求。货币市场基金持有的资产约为 35000 亿美元。太平洋投资管理公司同意负责政府在商业票据市场的操作。美联储增加了计划的额度，在商业票据市场计划操作的前三天，就从美国公司手中购入了 8450 亿美元的短期债务。此举似乎立见功效，美联储在 2008 年 11 月 10 日宣布，政府推迟进一步购买货币市场资产的行动，因为商业票据市场已趋稳定。

美国运通的股价在 2008 年 10 月与前一年相比已经下降了 55%。在报告公司第三季度利润下降 24% 以后，情况更加恶化。美国运通裁员 10%，并请求 35 亿美元的问题资产救助计划。为了符合问题资产救助计划的要求而得到贷款，与发现金融服务相同，美国运通变成了一家银行持股的公司。包括运通在内的信用卡公司的信用卡违约都有所上升。尽管存在这些问题，但是运通公司的 CEO 肯尼斯·切诺尔特在 2008 年仍然得到 4280 万美元的收入。

2008 年 10 月 23 日，高盛宣布裁员约 10%。保险公司在当月开始显现市场混乱带来的后果。有些大型保险公司的股价下降 30% 以上。大型保险公司预计会遭受更大的损失而开始增加资本。一些保险公司为了从问题资产救助计划中分一杯羹，购入小型银行。

格林斯潘

作为美联储前主席，艾伦·格林斯潘曾如摇滚明星一样光彩耀人，但退休后的他失去了往日的光环，且备受责难，因为正是他为日后的次贷危机埋下了隐患。许多批评家认为，2000 年股票市场泡沫后实行的低利率政策造成了之后的房地产泡沫。2004 年格林斯潘曾否认房地产市场正在聚集泡沫的警示。他当时回应说，房地产价格从没有像这样在全国范围内呈现下降状态，地产市场不太可能出现危机。不仅如此，他任职美联储主席期间，还曾否决对次级借款进行严格监管的提案。

《纽约时报》批评次级贷款引入衍生产品，而格林斯潘正是其拥趸。2008年10月9日的头版援引格林斯潘在2004年说的一段话："不但金融机构应对风险的能力增加，金融体系作为一个整体也颇具抵抗风险的能力。"与其他老牌的金融家乔治·索罗斯、沃伦·巴菲特和费利克斯·罗哈廷反对这些复杂的金融工具不同，格林斯潘相信衍生金融工具可以用来进行风险管理。巴菲特称之为"具有巨大破坏性的金融武器"[①]。衍生工具的支持者回应巴菲特说这是"精明的炸弹"[②]。格林斯潘的反对者中就包括美联储的继任者保罗·沃尔克，之后他成了总统候选人巴拉克·奥巴马的经济顾问。

2008年10月23日，格林斯潘接受众议院监管委员会和政府改革委员会的质询，他说："我们国家正在经历世纪罕见的信用风暴。"他承认自由市场竞争学说并没能阻止次贷危机的发生。他认可金融体系的"中心支柱"是通过交易监控交易对手的风险，但这种基本的保护机制显然已经失去作用。就像大家看到的那样，问题在于不自律的抵押贷款，这让格林斯潘本人也产生了"强烈怀疑"。用他的话来说，他的"错误"在于没有果断地进行监管。[③]他谨慎地反对对金融中介施以严苛的监管，认为这会加重中介机构的负担，但他支持提高对银行的资本率要求，他的继任者新任美联储主席本·伯南克在前一天已经这样做了。

在这之前，人们非常尊重格林斯潘，即使国会委员会对他也是恭敬有加，但这种日子一去不复返了。面对国会的质询，格林斯潘转而使用浮夸费解的辞藻来进行掩饰。接着他又恢复了镇静，几个月后在《华尔街日报》的专栏上为自己任职美联储主席期间的行为做辩护。他辩称美国的房地产泡沫是由不受美国政策的制定者（包括他本人在内）控制的国际力量驱动的。他建议在更大的范围内调查和起诉相应的责任人，显然此招他是在转移人们对他政

① Peter S. Goodman, "Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy," *New York Times*, October 9, 2008.

② Fannie Mae, *Housing Matters*, p. 208.

③ Jim Puzzanghera, "Former Fed Chief 'Shocked' by Crisis," *Los Angeles Times*, October 24, 2008.

策失利的注意力，并且寻找其他的替罪羊。[1]

其实，格林斯潘并不是唯一一个因次贷危机而受责难的政府官员。《纽约时报》的另一篇头版文章就指责前参议员格拉姆应当为次贷危机的原因——监管不力承担更多责任。[2] 格拉姆并不认可。他在《华尔街日报》的专栏中解释说他所负责的立法部分并没有鼓励或对次级贷款提供便利。[3]他说尽管《格拉斯—斯蒂格尔法案》被撤销，禁止商业银行从事投资银行的业务，且 1999 年通过的《金融服务现代化法案》也没有介绍次级贷款，但是银行已经有权利从事这方面的业务。银行在《格拉斯—斯蒂格尔法案》撤销前也已经拥有将抵押贷款证券化的权利。格拉姆一直反对《社区再投资法》，此法鼓励商业银行从事次级抵押贷款业务。

更多的市场波动

2008 年 10 月 24 日，全球范围内的市场都处于下降行情。当天标准普尔下降 3.5%。道琼斯指数下降 312 点，处于 8378.95 点的 5 年来最低。房地产市场迅速下行，现房售价年度下降 3.1%。大型房地产建造商托尔兄弟 2008 年 10 月的销售量只相当于 2007 年 10 月的 27%，当年的销售业绩与此不相上下，2008 年财政年度最后一个季度收入减少 41%。

房地产商推出了一个称为“尽快入住”的项目，希望能够迅速拉动房地产的销售，其主要内容是为购买房产者提供最高 22000 美元的税收优惠，同时享受 30 年固定利率抵押贷款 2.9% 的利率补贴。据估计，纳税人为此将付出 2680 亿美元。摩根大通在 2008 年 10 月 31 日宣布，将修改大约总额为 700 亿美元的购房人抵押贷款违约条款，调低利率及本金数额。这大约占摩根大通所有抵押贷款组合的 5%。摩根大通在并购华盛顿共同基金时接管了 160 亿美元的次级抵押贷款业务。

---

① Alan Greenspan, "The Fed Didn't Cause the Housing Bubble," *Wall Street Journal*, March 11, 2009.

② Eric Lipton and Stephen Labaton, "A Deregulator Looks Back, Unswayed," *New York Times*, November 17, 2008.

③ Phil Gramm, "Deregulation and the Financial Panic," *Wall Street Journal*, February 20, 2009.

在美国，当时估计约有7000万宗抵押贷款在未来两年会出现违约。联邦储蓄保险公司总裁希拉·贝尔在2008年10月提出了帮助房主还款的建议。她希望鼓励银行修改有可能违约的抵押贷款条款，使购房人能够支付还款，从而重提市场的信心。其实贝尔自己的日子并不好过。位于克利夫兰的国家城市银行因抵押贷款业务遭受巨额损失并在2008年1月宣布公司红利减少49%，而且在3月时在寻找买家。国民银行似乎找到了解决办法，他们在2008年4月宣布得到由海盗资本主导的私募投资者60亿美元的注资。作为交易的条件，私募投资者要求以远低于市场的价格分得银行的股份。财政部否决了注资，因为注资也只能是短期的帮助，最后监管机构促成了国民银行和PNC金融服务集团的并购，后者以55.8亿美元的价格在2008年10月24日将摇摇欲坠的国民银行收入囊中。

2008年10月24日，原油价格降至每桶64.15美元。第二天石油输出国组织OPEC宣布每天减产1500万桶，这是8年来减产最多的纪录。这一行动被看作市场疲软的信号，使得原油价格进一步下探，10月原油价格下降了33%。美国零售业价格在2008年10月下降了1%，是自第二次世界大战以来单月最大的降幅，从而引起人们对通货紧缩的担心。当月零售业销售额下降2.8%，创此指标有纪录以来最高降幅。内曼马库斯（美国著名奢侈品店）10月销售额与前一年相比下降28%。美国环城百货公司已经申请破产。同月美国失业率为6.5%，为14年来最高值。到10月末，共减少120万个工作岗位。

股票市场延续波动。道琼斯指数在2008年10月27日下降203.18点，又创5年来的纪录。但是第二天上升了889.35点，创历史第二最高上升值，最高的上升值是发生在2008年10月13日，指数收于9065.12点。28日，指数又开始下降，下降74.16点，交易量也不稳定。这样，到2008年10月30日，两天内上升189.73点，到10月31日，两天内上升144.32点。《纽约时报》的一篇文章描述2008年10月市场的波动时认为它是“华尔街历史上最疯狂

的一个月"[1]。在这个月，道琼斯指数下降了14%，是10年来最糟糕的月份。对于标准普尔来说，这个月也是1987年股票市场崩盘以来表现最不好的月份。在2008年10月末，证券借贷市场已经名存实亡，损失惨重。此月投资者从证券共同基金共撤资720亿美元。富达投资集团宣布削减1300个工作岗位，而且在未来3个月还将裁员1700人。

由于市场下行，许多大公司的确定受益型养老计划损失惨重，估计到2008年10月31日，年损失额大约为2500亿美元。之前完全积累型的私营养老基金也出现基金积累不足。各州的养老基金也出现了问题，2008年前三个季度的平均价值损失为14.8%。40%的州养老基金都出现积累不足。加州公务员退休养老金计划在2008年7~10月损失大约20%的价值，损失金额约400亿美元。同时，这个养老金计划也出现了流动性困难，它们被迫在2008年10月下行的市场情况下出售持有的部分股票，来为私募公司的相应负债筹措资金。

2008年10月29日，美联储下调利率0.50%，美联储基金利率降至1%。中国、挪威和其他好多国家都下调了利率水平。美联储审查了两家对冲基金的信用状况，分别是城堡投资集团和贝恩资本旗下的私募公司——三塔（Sankaty）咨询公司。

在《华尔街日报》的煽动下，人们对金融机构高管们高额收入的愤怒持续发酵，据说那边拿着政府救援资本的金融高管们的奖金和养老金总额就达400亿美元。还有报道说有些机构高管的收入竟比其他所有员工收入的总额还要高。高盛高管的应得收入为118亿美元；摩根士丹利超过100亿美元。在这之后，尽管公司盈利，高盛的7名高管，包括CEO罗伊德·布莱克芬在内，宣布放弃2008年的奖金。但高盛作为公共公司在2008年第四季度据估计会首次出现亏损。

当10月结束时，黄金价格跌到了每盎司勉强超过700美元，之前2008年3月时，最高价为每盎司1000美元以上。2008年10月30日，商业票据发行

① Floyd Norris, "A Month - Long Walk on the Wild Side of the Stock Market," *New York Times*, November 1, 2008.

量在7周内首次上升。由于美联储在市场上的买入行为，2008年11月初，长期商业票据的销售量开始增长。在美联储干预之前，久期超过80天的商业票据价值总额为67亿美元，而此时达到671亿美元，671亿美元中的600亿都来自美联储。2008年11月初的一周，回购市场的违约率开始上升。

在选举日，也就是2008年11月4日，道琼斯工业平均指数上升305.45点，达到9625.28点。但第二天这一指数就创下了历史上百分比下降的最高纪录。2008年11月6日，此指数下降443.48点，两天内共下降929.49点，为自1987年股市崩溃以来两天内下降的最大幅度。2008年11月7日，虽然指数上升248.02点，但一周内仍然下降了4.1%。

监管当局在2008年11月8日接管了两家银行。一个是位于得克萨斯州休斯敦的富兰克林银行，此银行专门从事抵押贷款证券打包和销售，它们把这些产品卖给得克萨斯州的另一家银行——繁荣银行。富兰克林银行留给联邦存款保险公司的是42.5亿美元需要处置的问题资产。另一家处于危机之中的银行，也是本年度第19个处于崩溃边缘的银行是位于洛杉矶的太平洋安全银行，这家银行由于给加利福尼亚州的房产建筑商贷款遭受了巨额损失。

如果真像经济学家们预测的那样，美国正在面临自第二次世界大战以来最严重的经济衰退，那就还会有更多的银行破产。2008年11月7日，当选的美国总统巴拉克·奥巴马向公众介绍了经济智囊顾问团，其中包括多位克林顿执政期间的官员，如罗伯特·鲁宾、劳伦斯·萨默斯和罗伯特·赖克。随后，奥巴马宣布组建经济复苏顾问委员会，由美联储前主席保罗·沃克尔任主席，辅佐总统化解次贷危机。沃克尔同时也是卓有声望的30人金融改革领导小组的领导者，此小组在2009年1月发表了报告，支持分两个层次来加强金融服务机构的监管：第一个层次是对大规模金融机构较严厉的监管，第二层次是对较小规模金融机构相对宽松的监管。此举可以看作20世纪80年代以来对大型金融机构放松监管的标志性逆转。

2008年第四季度，财政部史无前例地借款5500亿美元，用于次贷危机的救援及政府支出。除了危机本身的作用外，到2008年11月的时候，银行仍然收紧贷款标准，使得流动性更加不足。2008年11月的预估表明，美国每6

个家庭就有1家的住房是缩水的，也就是说它们的房产市场价值少于贷款的价值。房利美和房地美在2008年11月11日宣布，为了缓解贷款人的还款压力，将为那些拖欠还款90天及以上的数以万计的贷款人修改合同。

前房利美负责信用的总监爱德华·平托在2008年12月9日提示国会，房利美和房地美以持有或担保的方式涉及1050万份负债总额达1.6万亿美元的次级贷款，或者说1/3的次级贷款。这两家机构占全部次A级抵押贷款的2/3。这两种贷款（次级及次A级）占房利美和房地美住房贷款组合的34%。平托预测这两家机构的抵押贷款最后会造成800万的抵押品无法赎回。房地美在2008年11月14日宣布，公司季度亏损253亿美元，需要政府138亿美元的资金注入来支撑公司的财务资金正常运转。

濒于崩溃的金融机构受到更多的责难。有人在给国会的证词中说，房利美和房地美此前10年间共花费1.79亿美元，用于游说相关人员和机构延缓更多的监管。与其他重要商业案例一样，FBI对房利美、房地美、雷曼兄弟和AIG的破产展开刑事调查。

2008年11月12日，道琼斯工业平均指数下降411.30点。当天原油价格收于每桶56.16美元。摩根士丹利宣布裁员2500人。勇士租车裁员1000人，这是此公司50年创建历史上首次裁员。纽约韦凯律师事务所在2008年11月裁掉70名律师。高伟绅律师事务所（Clifford Chance）、罗森曼律师事务所（Katten Muchin Rosenman）和阳光纳森律师事务所（Sonnenschein Nath）都史无前例地裁掉了许多律师，这对大型律师事务所可以说是史无前例的。其他有些律师事务所停发了律师的工资，要求合作伙伴增资。而有些律所如旧金山的布罗贝克和弗莱格哈里森，之前有超过900名律师的大型律师事务所，干脆关门大吉。

2008年11月，联邦政府以最高纪录2370亿美元赤字开始新的财政年度。财政部2008年11月12日宣布，将把工作重点从问题资产救援计划转移至帮助消费者个体，因为即使美联储通过问题资产救援计划给银行注入了资金，增加了流动性，但银行还是不愿意发放贷款。《纽约时报》报道说，即使是接受资产救助的小型社区银行也不愿将资金用于放款。例如，密歇根的独立银

行接受了7200万美元的问题资产救助资金，但银行将这些钱用于偿还其美联储短期贷款。①

财政部建议将问题资产救援基金用于帮助那些从事学生贷款、汽车贷款和信用卡业务的公司。时任美国财政部长的鲍尔森确认问题资产救援计划的基金将不会用于购买银行的问题资产，此举更加重了市场的担心和不确定性。而且他还表示，除了已经支出的3500亿美元外，7000亿美元救援资金剩下的部分将暂时保留，以应对未来的紧急情况。尽管名字是“问题资产救援计划”，但3500亿美元资产并没有用于购买问题资产，而多用于金融机构的资金注入，同时问题资产救援计划已经作为资产购买的手段出售给了国会。

尽管人们一直在担心银行放款不足，但银行声称在11月的前两个星期已经创下了放款的最高纪录。银行商业和工业贷款比上年同期增加15%，2008年第三季度，年度增长率为25%。住房贷款比前一年增长21%，年度增长率48%。但信用市场在2008年11月20日再次处于停滞状态。

股票市场的波动仍在继续。道琼斯指数在2008年11月13日上升552.59点，在第二天下降337.94点。2008年11月16日和17日两天，道琼斯指数共下降超过560点，但2008年11月18日上升151.17点，交易量波动很大。2008年11月19日是华尔街又一个不幸日，道琼斯指数下降427.47点，降至8000点以下，是此指数2003年3月31日以来的最低点。2008年11月20日，原油价格降到每桶50美元以下，道琼斯指数下降444.99点。到2008年11月20日，高盛股票的价格已经降至每股53美元以下，与IPO持平。其股价一年时间里下降了75%。纽约梅隆银行和摩根大通宣布大幅裁员，后者在当年早些时候收购贝尔斯登后已经减少了5000个工作岗位。

商业抵押贷款的拖欠率在上升。商业抵押贷款证券市场总额约为8000亿美元，似乎也将面临违约率的上升。2008年11月20日，标准普尔500指数已经比2007年的最高值低52%。道琼斯指数比2007年低47%。按照这些指标计算，股票市场有8.3万亿美元资产蒸发。道琼斯指数处于1937年和1938

---

① Eric Lipton and Ron Dixon, “With Its Own Ills, Bank Lends Only a Trickle of Bailout Funds,” *New York Times*, January 14, 2009.

年熊市以来的最大降幅。投资者们为安全起见，纷纷出售股票转而购买国库券，将国库券价格推至 35 年以来的最高点。市场评论家们认为到期时集中出清的力量也将会对市场造成打击。

新任总统奥巴马宣布将任命蒂莫西·盖特纳为财政部长的消息，极大地提振了股票市场的信心。盖特纳曾任纽约联邦储备银行的行长，并且与伯南克和鲍尔森一起携手应对次贷危机。但不久之后披露他在任职 IMF 期间，曾少缴了 34000 美元的社会保险和医疗保险税。因为当时美国国税局奇怪地认为他是自谋职业者，应当自己缴纳社会保险及医疗保险税。他的一些税收减免也受到质疑。尽管这些质疑有些完全属于技术问题，但作为财政部长，他的监管职责就是使任何与税收相关的违法行为都接受调查。盖特纳还曾雇用了一个移民许可已经过期的保姆 3 个月。

以往也有类似的质疑使内阁成员任命化为泡影。詹姆斯·兰迪斯曾在富兰克林·罗斯福执政时，任证券交易委员会主席和哈佛法学院主任，在 1960 年约翰·肯尼迪组阁任命背景调查时，发现他有 5 年没有报税，因此被判 1 个月监禁。奥巴马的一些其他任命也受到与盖特纳相似的质疑。前参议员汤姆·达施勒被曝曾接受支持者——一家私募公司提供的车和司机，达施勒没有缴纳与此相关 12 万美元的税，因此撤销其卫生和公共服务部部长的任命。在披露曾因从事兼职工作少报税 950 美元之后，另外一则南希·基利弗的任命也被迫撤销，她原被任命为“首席绩效官……负责提高政府代理机构的效率与公信度”。

2008 年 11 月，地产商从国会争取了 2500 亿美元的刺激计划，用来重启房地产市场。联邦存款保险公司总裁希拉·贝尔呼吁政府发放低利率贷款给那些已经违约的承担高利率的借款人。通过财政部，她建议布什政府用 400 亿美元救助有问题的抵押贷款。刚开始似乎此建议得到了认同，但几周后布什政府便放弃了该计划。2008 年 12 月美国通货监理署研究认为，在贷款合同向有利于还款的方向修改之后，有一半的房主在接下来的 6 个月内，仍然不能按时还款。

联邦存款保险公司为便于大型银行重新启动中期票据市场融资，在 2008

年10月14日宣布，建立暂时流动性计划，由联邦存款保险公司为大银行发行无担保的债券进行担保。担保扩展至3年期以内的贷款，但不包括久期在30日以内的商业票据。但是还没等到联邦存款保险公司的计划施行，11月21日政府就宣布进行以国家名义的担保，而不仅仅是联邦存款保险公司。

大峡谷教育公司在2008年11月20日进行了IPO，这也是15周以来的首个IPO，但股价跌破了发行价。2008年11月21日，又有3家银行破产，其中有2家加利福尼亚州的储蓄银行和1家乔治亚州的社区银行。2008年11月23日，沙特阿拉伯受油价下跌的影响，下调利率，降低银行资本储备的要求。其股票市场行情也在下降。2008年11月，20国集团在华盛顿召开的会议上，在美国的反对下，并没有就创建全球监管体系达成建设性的共识。但与会成员一致同意努力阻止不计后果的市场行为，但并没有给这种行为进行明确定义。

花旗集团的更多问题

2008年11月，花旗集团资产负债表上共有2万亿美元资产，其中有大约200亿美元的抵押贷款相关证券资产，这些资产的实际价值为每美元21～41美分。花旗集团同时还有12300亿美元资产没有包括在资产负债表之内，这其中有部分资产是与抵押贷款市场相关联。之前，花旗已经将这些资产中的350亿美元包括进资产负债表，而且计划将另外1220亿美元也纳入资产负债表。2008年11月19日花旗宣布，将用没有纳入资产负债表中的余下174亿美元购买结构化投资工具（SIVs），这使得资产减记11亿美元。当天花旗集团股价下降23%。

2008年9月，高盛曾商讨与花旗合并的可能性，遗憾的是，提案遭到拒绝。2008年11月17日，花旗集团CEO潘迪特宣布裁员25000人，使次贷危机期间共裁员50000人。有些岗位被裁掉是由于花旗将一些部门出售给其他公司。花旗摇摇欲坠，处于破产的边缘，公司股价在当月跌至16年来的最低。花旗银行的市值从2006年的2440亿美元降至205亿美元。

尽管沙特王子瓦利德·本·塔拉勒宣布追加注资，花旗集团股价在2008

年11月20日还是下跌了26%。花旗集团方面谴责卖空引起公司股价下跌，呼吁证券交易委员会限制卖空。花旗集团的高管们开始与联邦监管人员探讨，银行应当采取怎样的措施以阻止公司股价急剧下降。至此，花旗集团已经公开的亏损及减记超过650亿美元。

到2008年11月21日这一周结束的时候，花旗公司的股价已经下降60%以上。11月22日和23日的周末，财政部介入并出台了救助花旗银行的计划。首先是计划建立"问题资产"银行，将问题资产从花旗集团的资产负债表中剥离，为问题资产进行担保。问题资产会得到某种形式的政府担保。20世纪80年代，类似做法曾用来成功地拯救破产的休斯敦第一城市银行。联邦存款保险公司为"问题银行"提供10亿美元以处理花旗银行有问题的商业地产及其他资产，允许其在接下来数年内清偿。但是持有第一城市银行良好资产的"好银行"最终还是破产了。在救助匹兹堡的梅隆银行时也采取了相同的手段，其问题资产被出售给了一家格朗特国民集团（Grant Street National）旗下私有投资者拥有的"问题银行"，而且最终问题资产出售时还有盈利。

20世纪90年代金融危机时，瑞典也曾实施类似的计划。政府将问题银行国有化，并将它们的问题资产全部归入"问题银行"，这些资产有计划地按照清算程序出售。剥离问题资产后的"好银行"接受注资重新开始正常运转，局面也得以稳定。[①]但这种重组并没有使瑞典免于次贷危机的侵袭。2008年10月，瑞典宣布为2000亿美元的银行负债担保，这相当于其GDP的50%。

最后财政部否决了对花旗采取这种救助方式。2008年11月24日，在之前注资250亿美元的基础上，财政部向花旗集团再注资200亿美元。财政部也同意为花旗持有的价值超过3060亿美元的贷款抵押投资及杠杆商业贷款提供担保。按照此计划，花旗集团首先要弥补投资组合的290亿美元损失，余下损失的90%由政府承担，上限为2490亿美元。作为最后这种救助的回报，要求花旗集团再发行70亿美元的优先股给政府，花旗集团为优先股支付股息。

① Carter Dougherty, "Sweden's Fix for Banks," *New York Times*, January 23, 2009.

这样，联邦政府就成为了花旗集团的最大股东，拥有集团7.8%的股份。政府官员开始利用对花旗的控制权来对公司的并购实行一票否决，而且花旗银行也时时处于政府安插的监察人员的监管之下。财政部同时也控制了花旗集团的员工收入规划，规定2008年和2009年公司高管的奖金不能超过前一年奖金的60%。而且至少50%的2008年奖金以延期付息股票或延期现金的形式支付。

花旗集团的主要问题在于收购美联银行及扩展零售业务失败。在市场看来，花旗集团管理存在结构性缺陷，而管理方面存在的问题并没有得到改善。作为临时性安排，罗伯特·鲁宾成为花旗集团执行委员会主席，而花旗集团欧洲业务的总裁比肖夫爵士出任集团董事会主席。随后，当鲁宾有意促进花旗更多地转向风险投资时，他就逐渐被边缘化。他降职为花旗的“高级顾问”，同时放弃了花旗银行执行委员会主席的职务。

新当选的总统奥巴马在2008年11月任命鲁宾为经济顾问团成员，协助应对眼前的次贷危机。但《纽约时报》在2008年11月23日的头版报道说，鲁宾为了提高利润极力鼓动花旗高管们增加风险敞口。[①]花旗前CEO查尔斯·普林斯也完全卷入其中，并且从他开启了次贷危机的序幕。鲁宾在《华尔街日报》头版一篇文章的采访时为自己辩护，[②]尽管他承认自己在2004年和2005年曾鼓励银行承担更多的风险，但他否认自己应当为风险管理承担运营管理责任。这似乎与投资者承担过多风险时他在公众场合所做的陈述有悖。这种情况下，鲁宾于2009年1月9日从花旗集团辞职。

由桑迪·威尔构建的花旗集团金融大厦正在瓦解。2009年1月13日，花旗宣布出售包括金融零售部门和自营信用卡在内的数个业务部门，同时削减交易量。2009年1月晚些时候，花旗集团剥离了核心部门之一——美邦经纪，这部分业务并入与摩根士丹利成立的合资公司中。随后，摩根士丹利全部控制了美邦。

---

① Dash and Creswell, "Citigroup Pays for a Rush to Risk," *New York Times*, November 23, 2008.

② Ken Brown and David Enrich, "Rubin, Under Fire, Defends His Role at Citi," *Wall Street Journal*, November 29 - 30, 2008.

政府的应对措施

经济问题逐渐向全球扩散，政府不得不进行干预。英国在2008年11月24日宣布了总额为300亿美元的刺激计划，主要用于基础设施建设和减税。第二天，英国政府以大股东的身份控制了苏格兰皇家银行。欧盟宣布2800亿美元的支出计划，以防止经济大衰退的发生。11月底波兰出台了314亿美元的一揽子经济刺激计划。

美国的房利美和房地美在2008年11月20日宣布在节假日期间暂停抵押品销售及违约清房。房利美在2008年11月以高额保险费发行了长期债券，筹资20亿美元。美联储在2008年11月25日为房利美和房地美提供进一步支持，同意购买6000亿美元这两家公司发行的债券。

随着政府出资救助花旗集团消息的传播，道琼斯工业平均指数在2008年11月21日应声下跌494点，但在2008年11月24日又上涨了396.97点。总统奥巴马提议施行5000亿美元的经济刺激计划，以创造250万个工作岗位，提高在基础设施建设和绿色环保项目上的投资。

商业地产证券市场在2008年11月21日这一周经历了破纪录的大后退。有一只对冲基金用15亿美元投资了这种证券，并遭受了巨额损失，其投资者包括得克萨斯的亿万富豪及前美国总统候选人罗斯·佩罗。价值20亿美元的佩特拉资本管理公司对冲基金配置了大量资产投资于商业地产证券，面临巨额追加保证金。另一个相同类型的基金古根海姆伙伴，其投资者需要3亿美元的追加保证金。

2008年11月25日和27日，在感恩节的前两天，摩根士丹利和摩根大通出售了172.5亿美元近期得到FDIC担保的债券。美洲银行在2008年12月1日发行了90亿美元此种债券。通用和花旗集团也在筹划发行。据说这种债券是合成国库券，完全由联邦政府承保，但利息率比财政部直接发行的债券稍高。金融分析师们预计这种债券的发行将会筹资2500亿美元以上，并于2009年上半年到期。实际上，2009年3月，发行筹资已达到3360亿美元。因此，发行计划在2009年2月得以延期，并且将强制可转换性债券也包括在发行范围之内。

纽约联邦储备银行宣布建立新的计划，购入最高额达2000亿美元当时新发行的具AAA评级证券，证券由学生贷款、汽车贷款、信用卡应收账款和由小型企业管理局担保的小企业贷款打包而成。此计划命名为定期资产支持证券贷款工具（TALF）。利用这种工具，纽约联邦储备局提供无追索权的全额担保贷款，以特殊目的工具的形式从银行购入贷款担保。问题资产援助计划首先购买200亿美元次级债券为特殊目的工具融资。尽管政府非常谨慎，而且认为需要一段时间才能真正推出定期资产证券贷款工具，但此计划宣布后利率应声下降。30年期抵押固定利率贷款的利率降到5.5%，一时间抵押贷款融资迅速增加，也提振了股市。

截止到2008年11月底，联邦政府已经贷出1.7万亿美元给那些用抵押贷款支持证券作为抵押物进行信用扩张的金融机构。政府也同意购买总额达3万亿美元的股票、公司债和抵押贷款。同时，政府出资3.1万亿美元为公司债券和货币市场基金提供担保，并提高联邦存款保险公司的储蓄保险额度。

更多的损失

2008年12月，正是年终岁尾，瑞士再保险公司冲销了24.7亿美元信用衍生品投资。在2008年的前11个月，公司股价下降38%。德意志银行拒绝了德国政府的救助，并在2008年第三季度实现了盈利。尽管如此，银行股价在10月和11月间下降了50%。

马萨诸塞州公路局和瑞士联合银行、雷曼兄弟和摩根大通三家公司签订了利率互换合约，结果在2008年11月，需要偿付4.67亿美元。宾夕法尼亚政府雇员养老基金面临的问题与此相似，只不过它们投资的“可转移阿尔法”项目需要偿付的金额达25亿美元。此项目意在获得高于市场的额外收益。2003—2006年，当市场处于上升阶段时，此项目运作良好，但市场下行时，情况就发生了变化。据估计，包括其他州的养老基金在内，投资于“可转移阿尔法”项目的资金达到750亿美元。

2008年11月的最后一周，货币市场资金达到破纪录的最高点，因为货币市场有政府进行担保，投资者们纷纷向货币市场转移资金。2008年11月26

日和 28 日，道琼斯指数和标普 500 再次上涨，保持连续 5 天上涨势头，这期间花旗集团股价翻倍。但有报告指出，商业投资和消费者支出都在迅速下降。零售业销售额在 11 月比前一年同期下降了 5.5%，为差不多 40 年来的最大降幅。网上销售额与前一年基本持平，但由于此行业仍处于发展阶段，这样的统计数字并不能看作是振奋人心的消息。

和 2007 年最高峰时期相比，2008 年 11 月证券市场市值蒸发了 10.4 万亿美元，大约为全部市场价值的 54%。感恩节后的第一个工作日，2008 年 12 月 1 日，股票市场急剧下跌。道琼斯指数当天下降 679.95 点，第二天收回 270 点，收于 8419.09 点。当高盛 2008 年 11 月 28 日宣布预计季度亏损达 20 亿美元时，市场不确定性被急剧放大。最后实际的亏损额为 21.2 亿美元，为高盛 1999 年上市以来首次亏损。但公司亏损的消息公布之后，股价却上涨了 14%。随后，有多个官员警示说州预算严重不足。市级的融资渠道已经干涸。纽约港口管理局和新泽西港口管理局在 3 亿美元的票据发行时没有一家公司参与竞标。接下来美国大型鸡肉公司皮尔格林在 2008 年 12 月 2 日申请破产保护。

2008 年 11 月，现有住房销售额比上一年减少 8.6%。新建住房销售额下降 2.9%。现有住房销售的中间价格为 220400 美元，比上年下降 11.5%。未出售存量房在 11 月有微量下降，但仍保有 11 个月的库存量。据估算，现有住房销售的 45% 是属于丧失抵押品赎回权的房产。到 2009 年底，住房抵押贷款还款拖欠率增加了 1 倍。抽样调查表明，10% 的美国抵押贷款房主拖欠还款或丧失了抵押品赎回权。

10 年期国库券的回报率在 2008 年 12 月初下降至 2.719%，是此证券 30 多年以来回报率的最低值。联邦住房管理局报告说，2008 年 12 月承保的抵押住房贷款缓冲资本减少了 39%。它们承保的住房抵押贷款的市场份额从 2007 的 3% 上升至 2008 年第三季度的 26%。实际上联邦住房管理局是唯一为低收入个体提供住房贷款保险的机构。10 月，它们预收的保险费率从原来的 1.5% 提高到 1.75%。贷款人每年还需根据贷款余额缴纳 0.5% ~0.55% 不等的保险年费。

2008 年 7 ~11 月的 4 个月，哈佛捐赠基金损失了 22% 的价值，捐赠基金

总额减少了 80 亿美元，差不多是数家大学捐赠基金的总和。哈佛大学警告说，当那些难以估值的投资定价之后，亏损可能会更多。然而，2008 年 6 月 30 日，作为年度表现的额外酬劳，排名前六位的哈佛捐赠基金管理人拿到了总额为 2680 万美元的奖金。

其他的学院也面临亏损。2008 年 7 ~ 12 月，耶鲁大学和斯坦福大学的捐赠基金损失了 25%。对耶鲁来说，这意味着 60 亿美元的损失，并且预计 2009 年基金收益将减少 1 亿美元。麻省理工报告说它们的捐赠基金收缩了 20% 以上，普林斯顿的捐赠基金缩水 23%。2008 年所有大学捐赠基金共损失 945 亿美元。诺贝尔捐赠基金价值下降 20%。而俄罗斯股票市场市值在这一年缩水了 70%。

在 2008 年 12 月初，失业申报处于 26 年以来的最高点。11 月末失业率上升到 6.7%，为 15 年来最高，工作岗位减少了 53.3 万个。2008 年 9 月以来，共减少工作岗位约 130 万个。2008 年 12 月 3 日发表的美联储褐皮书披露，美联储覆盖的所有地区、各个部门行业的经济活动都在萎缩。

当美国国家经济研究局宣布自 2007 年 12 月经济进入衰退，人们对于经济状况的担忧更趋严重。著名的学者们通常用持续数月的大范围经济指标下降来定义衰退。通常来说，当经济增长连续下降两个季度，经济学家就将此定义为经济衰退，当然这时美国的情况还没有这样糟糕。但无论衰退如何定义，人们一致认同的就是经济正处于严重的衰退当中。

美国农业部成了贷款的最后一个依靠。离开城市的居民可以通过一个在 1991 年创建的计划获得贷款，此计划设立之初的目的就是鼓励在农村买房。农业部收取 2% 的贷款手续费。

美国前财政部长鲍尔森在 12 月初希望征得国会的授权，动用问题资产援助计划剩下的 7000 亿美元。但他的努力遭到国会议员的反对，他们质疑此计划的有效性，而且州政府和汽车制造企业也都在争取资金支持。鲍尔森也在考虑设立新的计划以鼓励银行以 4.5% 的低利率放贷。他的提议一宣布，就引起了股票市场的呼应，道琼斯指数上涨 172.60 点，但在 2008 年 12 月 4 日又下降 215.45 点。第二天，市场不仅挽回了前一天损失的点数，而且略有上

升。2008年12月8日，道琼斯指数又开始上涨，达到8934.18点。2008年12月5日，原油价格下跌至每桶40.81美元，30年期普通抵押贷款利率降至5.53%。

奥巴马总统警示公众，阳光总在风雨后。事实确实如此。2008年12月8日，联邦监管人员启动415亿美元的贷款计划，此计划在2008年9月由国会批准为“公司信用联合会”筹资，公司信用联合会是批发商信用组织，它们为零售商信用联合会融资。在两年里有5家这种联合会破产，政府被迫于2010年9月签发300亿美元的担保来保护存活下来的组织。

瑞士信贷集团在12月宣布裁员5300人，占全部雇员的11%。在此前的两个月，公司损失24.8亿美元。摩根大通同月解雇了华盛顿共同基金的4000名员工。加上这些裁员的数字，2008年10月以来，金融机构裁员总数超过9万人，其中包括花旗集团裁掉的5.2万人。2008年12月，华尔街并购额下降了28%。前几年给投资银行带来收益的许多结构化融资渠道都已经枯竭，但是企业债市场状况向好，2008年12月的第一周发行了约50亿美元的投资级企业债。

美洲银行因为一家工厂工会雇员的静坐示威造成消极的公众影响，这家位于芝加哥的生产门窗的工厂因为银行停止为其提供融资而关闭。批评者认为，美洲银行通过政府援助计划获得了巨额资金，即使不符合信用标准，银行也应该为芝加哥这家公司提供贷款。示威的结果是，芝加哥威胁说要大幅缩减与美洲银行的业务往来。当伊利诺伊斯政府官员罗德·布拉戈耶维奇要求本州各机构也断绝与银行的往来后，这成为举国瞩目的新闻。不过第二天此新闻就被布拉戈耶维奇出售奥巴马腾出的参议员席位而被捕的新闻所替代。

第3节　汽车生产企业的损失

汽车城的灾难

汽车工业一直以来都是美国工业的核心产业，但20世纪60年代以来，

美国汽车品牌的市场份额被其他国家汽车品牌挤占。克莱斯勒在1979年几近倒闭，公司向国会申请以担保贷款的方式为其提供紧急救助，从福特离职的李艾柯卡同意以1美元的报酬拯救公司。他向国会争取15亿美元的担保及克莱斯勒工会、零售商和债权人20亿美元的特许权。此紧急救助的法律审核曾引起激烈辩论，但国会最终还是同意了担保请求，并且设立贷款担保委员会，以克莱斯勒所有的资产做抵押，为最高额不超过15亿美元的贷款提供担保。银行还以13亿美元债权交换克莱斯勒优先股权的形式提供了帮助。

克莱斯勒重获新生并于1982年实现盈利，随后在1998年被戴姆勒奔驰以360亿美元的价格收购。但合并后的戴姆勒克莱斯勒经营并不成功。2007年，原来老克莱斯勒拥有的80%股权都出售给了一家私募公司——赛伯乐资本管理公司，并且重新命名克莱斯勒公司。这笔交易并非寻常，因为赛伯乐同意向克莱斯勒投资74亿美元，但是只付给戴姆勒13.5亿美元。戴姆勒也同意接管克莱斯勒的大部分债务。蓄意收购克莱斯勒的柯克科·克莱恩以他的私募融资公司特拉辛达的名义曾向克莱斯勒出价45亿美元，但由于赛伯乐更具吸引力的竞争价格而被断然拒绝。赛伯乐从包括花旗集团在内的数家大型投资机构融资120亿美元来买入克莱斯勒的股权，以及51%通用汽车金融服务公司的所有者权益，通用汽车金融服务公司可以说是通用集团融资的左膀右臂。

克莱斯勒2007年曾有两个月亏损29亿美元，而且随着次贷危机的深入，公司亏损不断。2008年10月24日，公司宣布裁员5000人，总裁员数达到3万人。不久戴姆勒和赛伯乐资本之间就出现了冲突，后者指责戴姆勒在收购结束前管理不善。

赛伯乐资本在通用金融服务公司的投资很快就变了味，因为自2007年3月起金融服务公司纷纷因次级贷款产生巨额亏损。2008年第三季度，赛伯乐资本报损25.2亿美元。通用金融服务公司对下属的住房金融集团的140亿美元债务进行了重组，后者已经在前两年因次级贷款损失了91亿美元。它们要求投资于住房金融集团发行的抵押贷款证券的投资者缩减未偿付的本金并延长贷款期限。要实施这个方案需要些时间，而住房金融集团很快又惹上了别

的麻烦。通用金融服务公司对所属的住房金融集团的抵押贷款进行再融资，金额达 600 亿美元，同时将其中的 212 亿美元进行了债转股的互换。但大约 40% 的通用金融服务公司债券持有人不同意这种安排。有更多比例的持有人不同意对住房金融集团的债务进行互换。随后，标准普尔将通用金融服务公司的信用等级降至"选择性违约"。

赛伯乐资本对通用金融服务公司和克莱斯勒的投资在 2008 年后半年更加举步维艰，因为这两家公司都面临着迅速减少的汽车需求及不断增加的由汽车贷款违约带来的信用问题。克莱斯勒向政府请求 70 亿美元的短期资金紧急援助，但在 2008 年 12 月只得到了 40 亿美元。它们确实极需救助，因为克莱斯勒 2008 年 12 月的销售额减少了 53%。

通用金融服务公司在 12 月计划将公司转制为国有银行，这样就能够得到联邦政府的紧急援助，美联储以 4∶1 的投票批准了公司的转制请求。因此，2008 年 12 月 29 日，财政部购买了 50 亿美元的通用金融服务公司的所有者权益，并且向通用集团贷款 10 亿美元来为通用金融服务公司转制为银行控股公司提供重组资金。作为 50 亿美元的回报，政府得到了公司 8% 的优先股股权。

政府的紧急援助使得赛伯乐在通用金融服务公司的权益下降，具表决权股份从 51% 下降到 14.9%，占全部股份的 1/3。这种股权的下降是必须的，这样赛伯乐才不会被看作是银行控股公司，从而限制它的经营业务范围。赛伯乐也被要求偿还政府的紧急救助资金。2008 年 12 月 23 日，赛伯乐暂停投资者撤资。

通用汽车及福特

作为年度促销计划的一部分，政府紧急援助计划允许通用金融服务公司为通用汽车一些车型提供零息或低息融资。通用金融服务公司也在全国范围内做广告，发行由政府担保、利息非常吸引人的存单来进行筹资。但这些努力还不足以拯救通用汽车，通用汽车在 2005 年亏损 104.6 亿美元，2006 年亏损 20 亿美元，2007 年亏损 387 亿美元，2008 年亏损 309 亿美元。尽管通用汽车存在诸多问题，基于 CEO 里克·瓦格纳 2007 年为公司所做的贡献，他的薪

资提高了33%。

通用汽车的对手福特汽车公司在2002年亏损50亿美元；2003年扭亏为盈，2005年年报盈利20亿美元，但盈利大多源于金融服务的收入。福特的汽车业务在2005年亏损39亿美元，亏损绝大部分来自于北美市场业务。本来就步履蹒跚的福特被媒体架在火上烤，因为有披露说，福特允许公司高管马克·菲尔兹乘飞机往返于他佛罗里达的家和底特律的公司间上下班，费用是每刻钟20万美元。之后他放弃了乘飞机通勤，受他管理的部门在2006年前9个月亏损33亿美元。

福特的新任CEO艾伦·穆拉利来自于波音，公司希望采用平衡性的薪资给付方式，但其实并不是尽量压低薪酬。穆拉利的薪资包括200万美元的工资、1850万美元的签约奖金；同时，作为他之前服务公司的期权损失补偿，送给他60万股限制权益股票和400万公司期权。换帅也已经无法挽回公司2006年127亿美元的损失，亏损中的58亿美元发生在第四季度。有专业人士计算得出公司本年度每分钟亏损24万美元。

2007年福特的年度亏损降至27亿美元，但2008年爆炸式地激增到147亿美元。柯克科·克莱恩一直在囤积福特股票，但他在2008年10月20日那周考虑到公司今后的生存性，开始减持他的10亿美元投资。这些担心不是杞人忧天，福特丧失了自20世纪30年代以来在美国本土汽车界排名第二的地位，让位给日本丰田，首次排名第三。

尽管媒体都在指责通用和福特高管们的薪酬，但实际上真正挤干美国汽车公司的是工会。美国汽车工人联合会的会员每小时的工资是71美元，而同样在美国的外国汽车公司非联合会会员的每小时工资是49美元。2008年通用汽车在员工医疗福利方面的花销是48亿美元，这相当于它们生产的每辆汽车都平均增加了1500美元的成本。通用汽车在医疗保健方面的债务责任是公司市值的两倍。

汽车工人联合会在2007年9月组织罢工，但很快双方就达成和解，和解内容是联合会同意减轻通用汽车员工的长期医疗保健收益，但要求通用汽车将增加300亿美元医疗保障信托资金交由联合会运营管理，相应的债务责任

也从通用汽车的账目上剥离。实际上，这 300 亿美元是指大约 200 亿美元的低于账面价值、非完全积累性的员工权益。联合会希望通过投资来弥补信托基金的不足。2008 年股市的崩溃阻断了它们的计划。

2007 年，克莱斯勒也与汽车工人联合会达成了类似通用汽车那样的协议。汽车销售处于 25 年以来最低点，许多零售商关店，汽车销售额在 2008 年 10 月下降了 32%。通用汽车的销售额比上年减少了 45%。美国汽车销售持续走低，11 月减少 36.7%，12 月减少 35%。

汽车城的紧急救助

2008 年第三季度通用和福特花掉了现有的 146 亿美元现金，至此，这两家公司已经用尽了金融市场的信用渠道。前 3 年它们共贷款 560 亿美元，但都还没有偿还。还有下属公司以汽车租赁和汽车贷款作为抵押的约 500 亿美元贷款。福特的日子比另外两家大型汽车公司稍微好过一些，它们在 2006 年得到了 236 亿美元融资，储备了较充足的缓冲基金。通用汽车宣布除非得到政府的救助，否则公司在年底就会耗尽现金流。它们甚至谋求与克莱斯勒合并。这两家公司共申请政府援助 250 亿美元，但遭到拒绝。之后奥巴马向小布什求助，小布什建议用贷款的方式提供资金来开发高燃油经济性汽车。

2008 年 11 月，通用汽车的状况更加糟糕，更迫切地寻求政府的援助。它们采用税收优惠的方法刺激汽车消费。2008 年 11 月 19 日，三家大型汽车公司的 CEO 在接受国会质询时表示，尽管它们成本比竞争对手要高，但它们确实没有重组、减少劳动力及降低成本的可行方案，最终它们博得了同情。它们当中有两人不同意像艾柯卡 1979 年接受政府救助拯救克莱斯勒一样，只要 1 美元的工资，因此情况变得更糟。当有人披露汽车巨头的高管是乘坐公司提供给他们私人使用的公司飞机去华盛顿时，公信力顿受打击。窘境之下，通用汽车在几天以后宣布只留下 3 架飞机供高管使用，放弃另外租赁的两架飞机。公司还关闭了航空运输场地，原来工资单上有 49 人属于这个部门。随后公司要求联邦航空管理局拒绝查询它们还拥有的飞机数量以避免给公司带来难堪的局面。

民主党领袖邀请汽车企业的CEO们重回国会，他们在12月制定了公司重组和扭亏为盈的方案。他们共申请340亿美元援助。通用汽车急需40亿美元才能度过年底这段时间。通用汽车共申请180亿美元贷款，比两周前他们所说的多了60亿美元。克莱斯勒急需70亿美元，除此之外，他们还向能源部申请60亿美元来开发燃油经济性汽车。福特申请90亿美元信用融资及额外90亿美元来自能源部的支持。

为了能够动用无监审来自纳税人的救援基金，国会考虑让汽车企业"有计划地破产"，在申请之前与债权人进行清算，这样可以根据破产法第十一章的条款迅速退出。但是汽车企业不同意，因为消费者会担心缺乏保证，不愿从即将破产的企业那里购买汽车。消费者在当时的情况下，本来消费意愿就不强。关于汽车企业是否应该在破产法下进行重组的辩论仍在进行，但企业本身一直是持反对态度。有人提出按照20世纪70年代美国东北铁路的方式进行重组，重组后的公司就是现在的联合铁路公司。当时重组成功，无法盈利的铁路公司关闭，削减臃肿的机构及雇员。当重组后的公司出售给私营公司之前就已经实现盈利。

议会批准了给汽车企业短期注资的计划。但参议院的共和党人却有不同意见，因为汽车工人联合会拒绝将其会员的工资调至与其他在美国的汽车企业相同的水平。联合会说，它们可以同意对2011年签约的合同做一些修改，但之前的不行。后来布什总统介入此事，在2008年12月19日，布什主导财政部利用问题资产救援计划向汽车企业迅速注资。布什政府同意贷款134亿美元给通用汽车，40亿美元给克莱斯勒。此时，有关紧急救援的争论使福特重新审视它们自身的处境，最后福特撤销了紧急救助的请求。尽管福特在2008年第四季度仍亏损59亿美元，但他们在2009年4月6日已经偿还了90亿美元债务，债务减少28%。

对通用汽车和克莱斯勒的紧急救助是有条件的，需要公司雇员、供货商、零售商和债权人都作出相应的妥协和让步。汽车工人联合会同意降低20%的小时工资，之后又同意将小时工资降至与其他非会员外国汽车企业相同水平。尽管加入汽车工人联合会的会员从20世纪70年代的150万人下降到2008年

的 43.1 万人，但其政治影响力证明其自身仍是不容小觑的政治力量。联合会拥有 12 亿美元资金及 1.61 亿美元的年费收入。

布什政府希望汽车企业用股票替代 2/3 的债务，用股票为退休人员的医疗保障计划筹资，并重新强调汽车工人联合会应该使会员工资与其他外国汽车企业相比有竞争力。联合会在有些方面妥协，如同意汽车企业延后为员工的医疗保障计划缴款，暂停“劳动银行”计划，此计划即使失业后也对员工有支付责任。

2009 年 2 月 10 日，通用汽车宣布减少 1 万个工作带薪岗位，显然此举是为削减工会会员工资做示范。克莱斯勒则减少了 25% 的白领员工，大约是 5000 名雇员，并且关闭了在特拉华州的工厂。克莱斯勒的一个高管已经感受到降薪带来的痛苦。克莱斯勒的执行副总裁吉姆普瑞斯有 6 万美元工会贷款违约，并且欠缴税款 100 万美元。

2009 年 1 月，克莱斯勒计划将公司 30% 的股份出售给菲亚特，最高持股可达 55%。菲亚特投资的条件是要求政府再注资 30 亿美元。与前一年相比，当月克莱斯勒的销售额下降 55%，通用汽车则下降 49%。这两家公司报告说至少需要 216 亿美元的资金以避免破产。为等到救助，通用汽车削减 4.7 万个工作岗位，关闭 5 个工厂，同时停止生产包括悍马和土星在内的一些车型。随着 2009 年 2 月 20 日萨博汽车的破产，通用汽车的态势持续下行。

奥巴马政府最初在汽车企业救助方面表现强硬，政府指派一队人马到汽车企业去监督重组计划执行情况，按约定重组应当于 2009 年 3 月 31 日之前完成，才能得到更多的紧急援助资金。监督人员的感受很糟糕，他们命令通用汽车 CEO 里克·瓦格纳辞职，他于 2009 年 3 月 29 日卸任。瓦格纳于 2000 年掌管通用汽车帅印，在他任期内，通用汽车失去了 10% 的市场份额，公司股价从每股 80 美元跌到每股 4 美元以下。瓦格纳曾经戏剧性地战胜了科克·莱恩，后者在 2001 年购入 10% 的通用汽车股票以迫使通用与尼桑日产和雷诺商谈并购事宜。此役的胜利代价惨重，因为它使得通用汽车迫在眉睫的重组计划流产。

奥巴马政府向通用汽车的债权人施以重压，要求他们同意将大部分债权

转换成股份。政府希望克莱斯勒的债权人放弃70亿美元未偿债务的85%。政府也在考虑将通用和克莱斯勒的资产拆分成良性资产和不良资产两部分，之后两家公司申请破产，这样就能解决最棘手的问题。通用的良性资产包括雪佛兰、别克、GMC和凯迪拉克。不良资产包括土星、旁帝克和悍马。良性资产将交由“新”的通用公司，所有权归债权人和汽车工人联合会。而不良资产则留在原来的通用汽车作为退休人员权益。政府也在极力推动克莱斯勒和菲亚特的并购。

通用汽车在2009年4月提出了让政府成为大股东的计划，条件是政府增加注资116亿美元，这样政府全部注资将超过250亿美元。按照此提议，汽车工人联合会将拥有39%的所有者权益以代替退休人员医疗保障现金缴付。通用汽车债权人也反对将他们持有的270亿美元贷款转换成10%通用汽车所有者权益。公司还试图与联合会达成协议减少10亿美元人力成本，以及减少联合会200亿美元的医疗保障债务。

当2009年开始的时候，通用汽车金融服务公司（GMAC）已经转制成为银行，以便能够发行政府担保债券。但GMAC并没有拿到融资的批准而且直到2009年4月还在为此努力。5月财政部宣布批准向GMAC提供高达140亿美元的紧急援助。

2009年5月，通用汽车关闭了1100个零售店，约占全部数量的一半。2009年5月22日，政府又注资49亿美元使通用汽车还能苟延残喘，但因流动性问题公司被迫在2009年6月1日申请破产。这是历史上第二大破产案，仅次于世界通讯公司。申请破产之后，通用汽车被清除出道琼斯工业平均指数。通用汽车报告资产820亿美元，负债1720亿美元，公司自2004年一直处于亏损之中。

据估计，通用汽车破产除了已经注入的200亿美元之外，还将耗费纳税人300亿美元，作为回报，政府拥有公司60%的股份。债权人拥有10%的股份，汽车工人联合会拥有17.5%，加拿大政府拥有12.5%。作为重组的一部分，通用汽车宣布还将裁员2万人，关闭17个工厂和部分研发中心。公司雇员数与20世纪70年代相比，削减了90%。

与此同时，菲亚特在寻求与欧宝合作，再加上克莱斯勒形成三角联盟。此计划被奥巴马阻断，他在2009年4月30日宣布，由于债权人拒绝以20亿美元的价格清算69亿美元的债务，克莱斯勒将申请破产。总统公开指责那些债权人，说他们是“投机者”，“我不可能和那些在其他人都在作出牺牲，而他还坚持不肯妥协的人站在一起”①。债权人们在这些批评面前选择认输，他们接受20亿美元现金清算。还有消息披露说，尽管克莱斯勒的高管们担心此举的可行性，但政府一直在推动克莱斯勒完成清算。

2009年5月14日宣布，削减789个零售店，这一数字约占全美国的25%。2009年6月1日，破产法官批准克莱斯勒被菲亚特收购。联邦上诉法院驳回了一些债权人的反对请求，批准交易有效。高等法院同意重新审核这一决定。申请破产之后，克莱斯勒随后报告2009年4月销售额下降48%，行业下降率是34%。克莱斯勒金融公司，也就是克莱斯勒负责融资部门，在2009年1月得到财政部15亿美元紧急救助资金。

生产汽车零件的公司受汽车行业销售下滑影响也试图得到问题资产救援计划救助。包括伟世通和李尔在内的一些公司在2009年也面临着破产，前者是福特的主要供货商。奥巴马政府在2009年3月宣布，将以给汽车企业付款的形式为汽车零件生产企业提供50亿美元救助。

申请破产仅仅40天后，通用汽车又重回人们的视野。它们原来计划将欧宝和沃克斯豪尔出售，但之后改变了主意，又宣布出售55%欧宝股份给麦格纳国际，后来又取消了这个计划。将土星出售给彭斯克汽车集团的交易也因担心生产问题而在2009年9月搁浅。由于汽车补贴制度等刺激计划的推出，带动了汽车销售额的增长，此计划也被俗称为“旧车换现金计划”。按照这个计划，消费者在出售大耗油量的汽车再购入燃油经济性高的汽车时，可以使用最高达4500美元的政府发的代金券进行抵价交易。此计划大受欢迎，10亿美元的代金券在一周时间内告罄。很快国会批准追加20亿美元代金券。日本丰田是此优惠活动的最大受益者，当然所有汽车销售商也都得到了好处。到8

---

① Michael J. de la Merced, "Supreme Court Moves to Delay Chrysler's Sale," *New York Times*, June 9, 2009.

月汽车销售额已经创年销售最高纪录。

奥巴马政府任命史蒂文·拉特纳作为负责人监控政府在汽车企业的投资。但在任命仅仅几个月后，他就在2009年7月13日辞职，这与他任私募融资公司四方集团合伙人时的一桩调查案有关。此调查由纽约总检察长安德鲁·科莫主导，涉及四方集团和凯雷集团这样的私募公司，它们为了争取拿到纽约政府人员养老基金的投资权以赚取高额管理费而向有关部门偿付报酬。四方集团之后同意付700万美元给纽约州公务员养老基金，付500万美元给SEC以了结它们付报酬的事。了结此案的同时，四方集团否认拉特纳参与其中。SEC随后规定，禁止管理公共养老基金的投资顾问担任监管基金具有政治性的职位。SEC之前对州级和市级债券认购也有过此类规定。

外国汽车企业在国际金融危机中也遭受了重创。本田2008年前9个月的销售额下降31.6%，尼桑下降42.2%。丰田的销售额下降33.9%，其利润在第二个财政季度下降了69%。2008年12月22日，丰田发布未来利润下降警示，预计当年将会发生17亿美元的亏损，这是公司自1938年以来首次出现年度亏损。尽管丰田的销售额也在下滑，但其2008年的汽车生产量仍然超过通用，成为世界上最大的汽车制造商。

2009年2月，法国向雷诺和标致雪铁龙提供84亿美元资金。法国向雷诺提供39亿美元低息贷款，条件是雷诺不能关闭任何在法国的工厂，也不能大规模裁员。标致雪铁龙辞退了公司的CEO克里斯蒂安·斯特雷夫，差不多同一时间，瓦格纳也丢掉了他在通用汽车的职位。2008年标致亏损4.55亿美元，公司股价与上一年相比下降了70%。斯特雷夫因为之前宣布在法国进行大幅裁员并从捷克共和国进口汽车到法国，使法国政府颇为不满。

保时捷汽车控股公司报告巨额盈利达109亿美元。不过收入的大部分是来自于股票市场的交易，在交易中，保时捷成功地囤积大众的股票，将卖空者套牢，使后者不惜代价购入大众的股票。结果是保时捷持有的大众股价呈现突出的波峰。保时捷曾一度拥有51%的大众股权和超过20%的期权。此事一出引来了无数诉讼。保时捷的态势也急转直下，2009年7月，保时捷宣布为持有大众的股票接受70亿美元的罚款，并且正在商讨由大众接管股权。保

时捷的CEO和CFO因涉及内部交易而接受调查。保时捷的损失并没能阻止对冲基金看空大众。

第4节 麦道夫骗局及其他问题

诈骗案的继续

2008年，SEC处理的内部交易案史无前例地多，但它们显然没有察觉到次贷危机正在损害美国最大的经纪交易商。马修·德夫林被控有罪，罪名是他利用从妻子那里偷得的信息进行500万美元的内部交易，他妻子是从事电信业务公司布伦瑞克的合伙人。德夫林在邮件中把妻子形容成他的“金鹅”。共有4个人在这起案件中被控有罪，其中有一个是雷曼兄弟的经纪人。

在“语音室”案件中有6个被告受到指控，包括美林、雷曼兄弟控股公司、花旗集团旗下的美邦和美洲银行交易员，它们将公司内部通话系统转接给韦特利（Watley）交易员，这样韦特利的交易员就利用通话系统事先得知这几家经纪公司客户将要进行的大额交易。韦特利的交易员就会抢先进行交易从而获利。第一轮审讯陪审团没有作出决定，再审时判被告罪名成立。美林2009年3月通过SEC赔付700万美元了结了这起“语音室”案件。

职业篮球队达拉斯小牛队的所有人马克·库班被控从事内部交易。库班以57亿美元的价格将广播公司的域名卖给了雅虎成为亿万富翁。有人告诉库班私人股权投资者将以低于市场的价格交易Mamma.com的股权，这样就会给库班手中持有的这个公司的股票造成损失。得到这个消息之后，库班卖掉了手里所有的Mamma.com股票，避免了7.5万美元的损失，他因此在SEC惹上了麻烦。联邦法院法官曾撤销了这一案件，但上诉时案情反转。一家大型律所纽约所的合伙人路易斯·泽黑尔指控库班非法出售他持有的私募股权投资获利1700万美元。受限股权在出售时没有在SEC进行登记。

监管人员在2008年对摩根大通进行调查，原因是一篇学术论文发现摩根大通银行参与了一家并购公司的异常股票交易，而摩根的投资银行部门人员

在这起并购中担任顾问。位于明尼苏达州的小公司农村移动公司就是这样一家公司，它们后来被威瑞森移动电信以非常高昂的价格收购。摩根大通辩称这只是巧合，收购交易只是代表客户进行。《华尔街日报》对其他投资银行的交易也进行了研究，发现许多银行客户公司的股票存在类似的交易。美林也因富达投资的共同基金前进行非法预先交易接受了调查。

FBI 特工杰弗里·罗耶因被认定从事内部交易入狱 6 年。他给另一名被告提供卖空公司的负面消息，这名被告在网络上通过博客散播这些消息，从而成功地打压了公司股价。

帕特森公司是一家私营投资公司，公司所有人托马斯·帕特森在 2008 年 10 月因欺诈被捕，欺诈额高达 20 亿美元，后被陪审团认定从事庞氏骗局。希拉里·克林顿总统竞选筹资人之一的诺曼徐许诺投资者以高额短期融资利润，骗取 2000 万美元至另外一家公司，被认定为从事庞氏骗局，欺诈指控罪名成立。他还被指控违反竞选法，被判刑入狱 24 年。

Wex 信托资本公司的经营人约瑟夫·舍雷舍夫斯基于 2008 年 8 月被捕，他利用对冲基金吸引诺福克及弗吉尼亚地区富有的正统犹太人投资，也被判从事庞氏骗局，投资者损失达 1 亿美元。他的合伙人斯蒂芬·拜尔斯也被认定欺诈，但舍雷舍夫斯基否认任何不当操作。另外一家名为 KL 集团的对冲基金专门欺骗棕榈滩的富人，共诈骗约 2 亿美元。骗子们永远是欲壑难填，SEC 指控戈登格里格和他的先锋基金管理公司，他们欺骗投资者说可以利用政府担保的商业票据和银行贷款投资于政府的问题资产救援计划。问题资产救援计划根本就没有这种投资方式，格里格因欺诈被刑事指控。娱乐明星的投资顾问肯尼思·斯塔尔被刑事指控，他利用庞氏骗局诈骗 6000 万美元。他的客户包括阿尔·帕西诺、马丁·斯科塞斯、席尔维斯特·史泰龙和韦斯利·斯奈普斯。

麦道夫骗局

以上这些欺诈还都是小把戏，证券领域的著名人物伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）于 2008 年 12 月 11 日被捕，他坦白地说操纵价值高达 500

亿美元的庞氏骗局来欺骗那些富有的投资者。后来的调查发现麦道夫曾向投资者报告账户资产达648亿美元，这次历史上数额最高的投资诈骗案，真实的损失（减去虚报利润）在2009年12月估计为194亿美元，比最初的估计60亿美元要高得多。政府主导的证券交易保险人——证券投资保全公司（SIPC）同意赔偿5.34亿美元以弥补损失，每个账户最高赔付50万美元。麦道夫基金变现得到15亿美元，但对投资者来说最大的实惠是美国国税局的新规定，此规定允许投资者在过去的5年及今后的20年内从纳税申报中扣减他们的损失，其中包括麦道夫报告的虚假收入。

麦道夫曾协助建立纳斯达克，并且曾任纳斯达克主席，还曾在美国证券产业自律组织——证券交易商协会（NASD，也就是现在的FINRA）理事会工作。他也曾担任SEC的顾问委员会委员。麦道夫的好几个客户都是在佛罗里达棕榈滩乡村俱乐部里发展的。在麦道夫骗局的牺牲者当中有许多犹太慈善机构，例如诺贝尔奖获得者埃利·维瑟尔发起的机构。塔夫斯大学损失2000万美元，叶史瓦大学损失1亿美元以上，巴德学院损失300万美元。莫泰米·扎科曼（《纽约每日新闻》的老板）损失数百万美元。梦工厂动画的老板杰弗瑞·卡森伯格及斯蒂芬斯·皮尔伯格的神童慈善基金也遭受了损失。演员凯文·贝肯和他的妻子凯拉·塞吉维克也是麦道夫的客户，也遭受了损失。

麦道夫丑闻暴露了对冲基金投资值得关注的一个方面，就是帮你投资的人，或经纪人、代理人，他们个人和家庭与社会及其他拥有资产的投资人的关系。投资者依据代理人提供的服务，一般是按投资额的百分比付费给他。一般代理人会利用预先的经验和信息来选择推荐的服务，但投资者与基金经理的关系属于社会关系或付费关系，无论哪种都会像麦道夫丑闻所显现的那样，不会鼓励投资人对代理人进行怀疑和质询。

基金中的基金，也就是再投资于其他产品的对冲基金，会为投资人筛选并推荐最出色的基金经理，并收取相应费用，但在麦道夫的案件中基金经理并没有任何经验。一些基金经理所谓的技能仅仅是把钱交给麦道夫，然后按预期回报来讲成功故事。卢森堡银行监管当局指控瑞士联合银行在管理交由

麦道夫管理的14亿美元对冲基金资金时存在严重预先筛查失职。[1]许多基金中的基金将客户的巨额资金交由麦道夫管理，包括瑞士瑞联私人银行，它们给麦道夫提供了12.5亿美元资金。

通用汽车金融服务公司负责人艾兹拉·梅金执掌的对冲基金雅诗阁伙伴损失了18亿美元，其中有300万美元是纽约法学院委托的投资。因为与麦道夫的交易，梅金的判断力颇受质疑，于是他辞去了在通用汽车金融服务公司的职务，当时正值政府进行紧急救助。纽约总检察长科莫指控梅金误导投资者，让他们以为他在积极地管理投资，可实际上他只是把资金交给麦道夫了事，而自己却收取了4.7亿美元的代理费。费尔菲尔德·格林威治集团是麦道夫最大的输钱机器，给麦道夫贡献了75亿美元。马萨诸塞相关部门指控对冲基金进行民事欺诈，因为它们并没有像承诺给投资者的那样进行预先筛查。还有指控认为费尔菲尔德没有足够重视有关麦道夫参与不正当交易的红色预警。

一些著名的机构也遭受了损失。金格管理公司（Kingate Management）损失35亿美元，马萨诸塞共同人寿保险公司旗下的对冲基金特里蒙特控股集团（Tremont Group Holdings）损失33亿美元，西班牙国际银行损失31亿美元，汇丰控股损失10亿美元，曼氏集团损失3.6亿美元，苏格兰皇家银行损失3.6亿美元，野村控股损失3.02亿美元。奥地利政府被迫接管梅第奇银行，后者将客户资金交给麦道夫管理，损失超过20亿美元。

有一个非常不幸的投资者马丁·罗斯曼，就在麦道夫欺诈暴露6天之前刚交给了他们1000万美元。与之类似，就在麦道夫被捕10天以前，他从好朋友卡尔·夏皮罗手里又拿到了2.5亿美元，此前已经有1.5亿美元交由他管理。前纽约证券交易所主任肯尼斯·兰格尼曾拒绝了麦道夫管理他投资资金的请求。摩根大通出于缺乏透明度的考虑及担心对冲基金的敞口，在2008年秋季从麦道夫撤回了2.5亿美元资金。但美林的一些前高管，如丹尼尔·塔利和戴维·科曼斯基都由于麦道夫的投资而遭受了损失。

---

① Stanley Pignal and Brooke Masters, "UBS Under Fire Over Madoff," *Financial Times* (London), February 26, 2009.

麦道夫在被捕后得到保释，但在他纽约的住所被限制行动，因为有一次他要出去散步，引起了新闻记者的拥挤和骚乱。2009年1月5日，政府请求地方法官撤回他的保释，因为发现他将价值100万美元的珠宝邮寄给亲戚和朋友，违背了SEC冻结资产的规定。政府部门还报告说，在麦道夫的办公室发现了价值1.73亿美元签发给家人和朋友的支票。但地方法官拒绝批准政府的请求。

后来发现就在他被捕之前，麦道夫的妻子露丝从他们的银行账户上取走了1550万美元。美国《名利场》杂志公开刊登了她几十年前袒胸日光浴的照片，把她和她的家庭曝于大庭广众之下，但没有证据证明她参与了欺诈。她同意了美国律师的要求，对于与欺诈无关的资产，放弃麦道夫家族任何超过2500万美元资产的追索权，放弃超过8000万美元其他资产的追索权。她还需要公开任何超过100美元的消费。随后有破产的受托人对她进行4500万美元的指控。《纽约时报》在2009年1月25日刊登了麦道夫的肖像，并利用犯罪分析工具把麦道夫与泰德·邦迪那样的杀人恶魔相对比。[①]人们已经将他看作此类人。2009年3月12日，麦道夫被法院认定11项重罪。虽然麦道夫声称为自己的罪行感到懊悔，但他拒绝指认欺诈案中的其他人。联邦法官立即撤销了他的保释，将其关押等待判决。没过多久，2009年6月29日，麦道夫被判刑150年。幸运的是美国没有死刑，否则那些投资者毫无疑问地会请求对他执行死刑。

麦道夫的罪行认定不久，他的会计大卫·弗里宁被捕。他负责麦道夫顾问业务的审计，显然他没有尽到职责而只是敷衍了事。麦道夫的另一个助手弗兰克·迪帕斯凯利由于参与欺诈也遭刑事指控。

SEC承认没有足够重视有关麦道夫的多次预警信号。早在麦道夫巨额诈骗案发现大约18年前，有关部门就曾调查过为麦道夫拉客户的弗兰克·阿韦利诺，并指控他承诺投资者20%的年投资回报率。SEC调查人员当时以为发现了庞氏骗局，但当阿韦利诺说是与麦道夫做投资时，他们就放心了。调查

---

① Julie Cresswell and Landon Thomas, Jr., "The Talented Mr. Madoff," *New York Times*, January 25, 2009.

人员要求阿韦利诺退回4.4亿美元投资者资金，但没有继续调查麦道夫在当时那起显然是庞氏骗局中的作用。

至少在麦道夫坦白9年前，有关部门就曾收到过有关他从事庞氏骗局的证词，而且在2006年曾有人警示说麦道夫在他的投资类型上撒谎，但事情不了了之。此外，麦道夫的投资竞争者亨利·马可波罗在数年间多次告知SEC，麦道夫是在从事庞氏骗局，因为按他所说的投资策略不可能获得公布的回报率。事实上，在调查人员认定欺诈后，发现麦道夫已经13年没有为客户的账户做任何证券投资。

SEC主席克里斯托弗·考克斯发表声明，表达对麦道夫调查的关注，他要求SEC总监察长认真处理后续投诉和问询。考克斯说SEC的调查“很棘手”，因为有关部门很久前就掌握麦道夫庞氏骗局“可靠和具体的警示证据”。SEC总检察长发现，在长达16年的时间里，SEC人员和金融行业监管局（Financial Industry Regulatory Authority，FINRA）曾8次核查麦道夫的经营管理情况，但是完全没有发现庞氏骗局的证据。实际上，核查人员纵容了当时发现的许多技术上违反规定的行为。更让人无法接受的是，SEC的总检察长说，SEC人员在核查麦道夫运营情况时并没有尽到职责，他们甚至没有查证麦道夫所说的他所管理的资金是否真实存在。但SEC核查人员却得到了相关部门最高的满意度评级，因为认为他们对公司管理运营具有很高的理解和分析能力。

在调查安然巨额会计操纵案时，SEC也没能及时发现任何线索。他们的人员根本也没有去认真核查那些相关的会计文件报表。在调查这起投资顾问案件中暴露出同样的问题。SEC的投诉督查和检查办公室（Office of Compliance Inspections and Examinations）专门负责监管投资顾问部门，它们只是每3年抽查一次11000家投资顾问中的10%。SEC使用风险评估系统对监管的对象进行排序，但麦道夫这种规模最大的诈骗，却没有在它们的预警系统中出现。SEC低频次的核查范围非常有限。麦道夫骗局的两个受害者起诉SEC，控告SEC在履行监管职责时存在“一系列的重大过失”。

更有甚者，在2006年麦道夫注册了投资顾问之后，按照SEC的新规定，

要求改为按对冲基金进行注册，但没有人对麦道夫的经营进行过核查。可笑的是，SEC 出台那个规定就是为了阻止发生像麦道夫诈骗那样的对冲基金诈骗。上诉法院还认定 SEC 没有正常执行以上的规定，与许多其他对冲基金不同的是，从没有人告诉麦道夫取消投资顾问的注册。

摩根大通被诉与麦道夫的经纪公司交易并且保持他的支票账户。纽约总检察长安德鲁·科莫起诉纽约银行的下属机构常春藤资产管理公司，指控常春藤早在 1998 年就认定麦道夫的投资报告不实。常春藤当时决定不再增加投资者的资金给麦道夫管理，但没有告知已有客户他们的担心。在接下来的 10 年间，常春藤任由麦道夫继续管理那些资金，而常春藤则收取上百万美元的管理费。

AIG 由于是否应该赔付那些投保房主在这起诈骗案中的损失而卷入其中。AIG 赔付了客户的真实损失，但是拒绝向麦道夫虚报的收益提供赔偿。破产的受托公司采取同样的方法希望尽可能多地捞回从庞氏骗局得到收益的投资者的那部分利润。SIPC 为每个账户承保 50 万美元，但只限于实际的损失。

自杀和丑闻

《纽约时报》和《华尔街日报》都在大幅报道明显与金融危机有关的各种自杀现象，其中不乏投机者。投资顾问公司阿克塞斯国际顾问集团（Access International Advisors，AIA）的创建人之一雷内·蒂埃里·马贡·德拉·维莱切特在麦道夫的骗局中损失约 15 亿美元，他在 2008 年 12 月 23 日自杀。损失中包括 5000 万美元他的自有资金以及其他家庭的投资。在麦道夫庞氏骗局中赚到 70 亿美元的杰弗里·皮考尔在 2009 年 10 月被发现溺死在他棕榈滩的游泳池中，显然是由于心脏病发作。他有心脏病史，也曾是多起官司的目标人物。另一个自杀的麦道夫投资人的儿子成为了 BBC 针对麦道夫庞氏骗局拍摄纪录片的主题。纪录片最引人注目的是一段访谈环节，受访的投资人说他一直收到麦道夫发来的有关她账户发生的长篇累牍的交易明细。这就产生了令人费解的问题，没有许多办公室文员和计算机的帮助，麦道夫如何能够实施这样的诈骗。

在另一起案件中，亚利桑那商业抵押贷款公司的经营人斯柯特·考利斯在他贷出的许多贷款都无法收回之后身着晚礼服自杀。柯克·斯蒂芬森在他的投资公司由于雷曼兄弟破产造成巨额损失后自杀。德国最大的富豪之一阿道夫·默克尔在生意上发生巨额损失，2008 年 1 月 6 日卧轨自杀。

被媒体形容为“爱尔兰地产大亨”的帕特里克·罗卡于 2009 年 1 月 20 日在都柏林自杀。更令人震惊的是，2009 年 4 月 22 日，房地美的 CFO 凯勒曼自杀。他曾协助 SEC 和司法部调查房地美的会计问题。当时这项工作肯定压力巨大，不过其实他刚刚从 SEC 得到了有利于公司会计账目核算的消息，避免了房地美 300 亿美元的罚款。

庞氏骗局并没有灭迹。在麦道夫丑闻披露数周之后，就查明了由约瑟夫·福特主导的发生在宾夕法尼亚布鲁莫尔的庞氏骗局。在他向邮政警察承认他的计划之前已经吸收了 5000 万美元投资。还有一则戏剧性的跑路画面，迈克尔·史伦克是印第安纳的一个投资顾问，由于被控欺诈客户而准备乘自己的飞机逃跑。史伦克和他迷人的妻子一直在印第安纳波利斯过着奢华的生活，在逃跑过程中，迈克尔在阿拉巴马的上空从飞机上跳下来。空空的坠落的飞机在 200 千米以外的佛罗里达被找到。弄巧成拙，藏在佛罗里达昆西附近一处野营地的史伦克被揪了出来，他被抓前刚刚手腕撕裂。史克伦活了下来，并被送进了监狱。

爱达荷有关部门指控达伦·帕尔默和他的对冲基金三角集团操纵庞氏骗局，投资者在七年多的时间里损失超过 1 亿美元。在佛罗里达的萨拉·索塔，亚瑟·纳达尔在 2009 年 1 月失踪。纳达尔经营一家对冲基金公司，声称管理 3 亿美元资金，并且在 2000—2006 年年报平均回报率为 11%～12%。实际上，他的对冲基金价值不超过 100 万美元，投资回报率是负数。2009 年 1 月 27 日纳达尔被捕。

在纳达尔被捕的前一天，有关部门将尼古拉斯·科兹摩羁押并指控他在纽约哈帕克操纵 3.8 亿美元的庞氏骗局。科兹摩向投资者出售起点为 2 万美元的私营过渡性贷款并且许诺年回报率为 48%～80%。由于在南加利福尼亚 5500 万美元的庞氏骗局，科林·内桑森被判入狱 27 年。阿尔帕·莱斯因在南

卡罗莱纳操纵6600万美元庞氏骗局入狱24年，他之前是查尔斯顿南方大学的经济学家。佛罗里达著名的律师斯科特·罗斯坦因操纵12亿美元庞氏骗局入狱50年。

还有一些骗局也被披露出来。就在麦道夫案件公布同一天，湾景金融公司的斯蒂芬·戈登被捕。他篡改抵押贷款申请中的信用评分，并将移动板房认定为家庭的唯一住所，使得这些贷款符合证券化的要求。2001—2006年，他一共篡改过2800多份贷款，从中获得超过280万美元的佣金。湾景公司同意赔偿已经证券化的贷款。

还有一种新型的诈骗是帮助房主解决丧失抵押品赎回权问题。他们要求房主预先付费，然后几乎不提供任何服务或一走了之。随着原油价格的一路看涨，还孵化出另一类骗子，他们专门骗取钻井开采石油的投资。SEC和国家证券管理部门在全国查处了数十起类似的案件。

德国工程公司西门子同意向美国和欧洲当局支付破纪录的16亿美元，因为它们曾花14亿美元贿赂世界各地政府签订土地合同。在另一起案件中，菲亚特同意因给伊拉克政府官员回扣的指控支付1700万美元。爱尔兰银行的CEO大卫·德拉姆和总裁肖恩·菲茨帕特里克在2008年12月辞职，披露说菲茨帕特里克隐瞒了在银行的1.25亿美元个人贷款。他随后被爱尔兰警察逮捕，并被银行起诉要求他偿还还没有付清的1亿美元贷款。

第5节 灾难的一年终于即将远去

持续挣扎中的美国经济

2008年12月16日，美联储出人意料地大幅下调利率，将短期联邦基金利率下调至0~0.25%的目标区间。30年固定利率抵押贷款的平均利率降低到5.17%，为40余年来最低水平。美联储的利率下降推高道琼斯指数上涨359.61点，但12月18日又下降了219.35点。11月零售业销售额下降5.5%，也有一些好消息传出来。尽管OPEC宣布每天减产250万桶，原油价

格在 2008 年 12 月 18 日还是下降到每桶 36.22 美元。

信用评级机构助长了经济的不景气（多是因为下调了信用评级）。穆迪宣布密切监控 760 亿美元商业地产 CDOs 产品，并预计相关权责评级将会迅速下降。2008 年 12 月 19 日，评级公司下调 11 家国际性银行的信用评级，其中包括美洲银行、花旗银行、高盛、摩根士丹利、富国银行、摩根大通、巴克莱银行、瑞士联合银行、瑞士信贷银行、苏格兰皇家银行及德意志银行，基本上囊括了绝大多数美国和国外的主要金融机构。爱尔兰政府在 2008 年 12 月 20 日的周末宣布，提供 76.6 亿美元资金给 3 家爱尔兰大型银行，政府以拥有 75% 投票权的优先股方式接管爱尔兰银行。

2008 年 12 月 21 日，《纽约时报》头版刊登了一篇长文，认为布什总统应当为次贷危机负责，因为他在 2002 年提出让更多 550 万个少数族裔的人拥有住房。在布什公布这个计划的所在地亚特兰大，他们正处于水深火热之中，约有 10% 的房主丧失了抵押品赎回权。布什总统曾引以自豪的梦想首付援助行动，每年提供 2 亿美元帮助首次置业的房主交纳首付及贷款手续费，现在看来无形中起到了火上浇油的作用。

《纽约时报》进一步报道说，2004 年排名前十位的共和党捐赠人之一就是美国抵押公司的创建者罗纳德·阿尔诺，而美国抵押公司是危机发生前最大的次级抵押贷款公司之一。布什总统试图通过严格监管来管理房地美和房利美的努力大打折扣，因为其条款已经超过国会所能忍受的严格范围。①布什在这些事上并没有粉饰自己，但他在次级贷款危机相关问题上的所做所为与比尔·克林顿政府在这方面打下的基础相形见绌，克林顿政府对银行、房地美和房利美都给予了次级贷款最高配额限制。2008 年 12 月 25 日，《纽约时报》的另一篇文章报道美国 2008 年的金融诈骗犯罪诉讼为 1991 年来最低。交由 SEC 和司法部处理的刑事案件在 2007 年只有 9 宗。②

商业地产开发商向政府申请紧急援助，写字间、购物中心、酒店和其他商业建筑都面临着违约和丧失抵押品赎回权的风险。因为有 5300 亿美元的商

---

① Becker, Stolberg, and Labaton, "White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire."

② Eric Lichtblau, "Wall St. Fraud Prosecutions Fall Sharply," *New York Times*, December 25, 2008.

业抵押贷款在未来3年内都必须进行再融资，其中1600亿美元必须在2009年底前进行再融资。而几乎没有可再融资的渠道，并且商业地产的现金流也在下降。

地产投资信托（REITs）行业度过了历史上最糟糕的一年，截至2008年底业务量减少了约40%。大型商业贷款公司CIT集团在2009年7月面临破产。这家公司对于中小型企业来说，是非常重要的贷款渠道，它们的业务历史可以追溯到百年以上。CIT集团持有680亿美元负债，出现流动性危机。集团改制成银行控股公司，这样才能从问题资产援助计划获得资金。尽管CIT通过TARP计划筹得23亿美元资金，但它们并不符合政府担保负债的要求，其他一些金融机构已经获得了这种担保。政府对CIT施以更多的救助采取了强硬态度，政府相信即使CIT破产也不会带来更大的恐慌。有一些债权人同意提供30亿美元给CIT以免于破产，但CIT还是在2009年11月1日宣布破产，从而造成意料之内的政府紧急救助资金损失。

到2008年12月，FHA已经批准了每月约4万份抵押贷款保险，而前一年是每月1.225万份。FHA当月为10%的加利福尼亚抵押贷款进行了承保，比上一年提高2%。FHA总共负责大约1/3在2008年第四季度办理的抵押贷款。在它们批准的贷款中，最低的首付只有3%，按照时间安排，最低首付在2009年将提高到3.5%。即使提高首付，因为缺乏信用质量的核查，也肯定会出现大量违约。私营抵押贷款保险机构要求小额贷款至少有10%的首付，超过41.7万美元的贷款至少需要15%首付。

FHA没有按信用评分来对贷款额进行限制，而私营贷款机构则非常重视信用评分并且对评分的要求比过去更高。人们担心这种差异会造成最具风险、违约可能性最高的贷款最后都流向了FHA，也就是逆向选择。其实FHA也对贷款额进行了限制，使之不高于全部抵押品价值，其中不包括税和保险，贷款额也不能超过贷款人毛收入的31%。

到2008年圣诞节，已经有25家银行破产，另外有200家在监管机构的密切监控名单之列。商业银行、储蓄机构和贷款机构在2008年第四季度都面临着自1990年以来首个共同的季度亏损。当季银行减少5.4%的国外贷款。还

有一些好消息传来。2008 年圣诞节时 30 年固定利率抵押贷款的利率平均只有 5.14%，前一年为 6.17%。抵押贷款再融资一片繁荣。

正在进行的抵押贷款修改计划也持续遇到磨难，打包贷款证券的持有者不同意修改贷款。美国国家金融服务公司发行的 CDO 的投资者起诉，要求停止修改 CDO 贷款，而且有联邦法官在 2009 年 8 月作出了有利于这些投资者的判决。还有一个问题就是，许多与打包证券相关的服务机构只是每月做收付的工作，其他什么都不做。它们没有人手去做修改贷款的事，甚至有时连提供贷款记录、提供个人贷款的手续费都做不到。但是美洲银行报告说修改了 23 万份抵押贷款，相应贷款额为 440 亿美元。

2008 年 12 月 30 日，大型化工企业利安德巴塞尔工业公司宣布面临破产。此公司是在 2007 年并购形成，并购时就留下了债务责任，再加上销售额下降，最终导致公司财务状况恶化。在对其美国分部信用违约互换进行拍卖清算时，其负债的估值是每美元 2 美分。一般情况下违约垃圾优惠券的回收率也在 40% 左右。

年终总结

2008 年 12 月 31 日，道琼斯工业平均指数收盘时上升 108 点。但就这一年来说，道琼斯指数下降了 33.8%，下跌 4488.43 点，是自 1931 年以来表现最不好的一年。同样这一年，标普 500 下降 39.5%，仅第四个季度就下降了 22.5%。标普 500 指数在 2008 年下降的幅度与 1937 年相同。2008 年投资者在股票市场上损失总额为 7 万亿美元。此年以股票为主的共同基金平均损失为 36.7%。《华尔街日报》对 1700 个多样化投资美国股票共同基金的抽样调查结果是，只有一只基金在 2008 年赚到了钱，而且回报率只有 0.4%。

2008 年，美国家庭财产减少了 11.1 万亿美元，大约减少 18%。其中有超过 5 万亿美元，约 9% 是在第四个季度损失的。美国百万富翁（指不包括基本住房，可用来进行投资的资产）的数量在 2008 年减少到 670 万人，而 2007 年是 920 万人，减少了 27%。Visa 报告说，在 2008 年第四季度，借记卡的数量首次超过了信用卡。圣诞节日物品零售额令人失望地比上一年减少了约

8%。这是自1970年以来，节日期间销售额最低的一年。2008年12月，消费者信心又创新低。自2007年1月以来，住房价格逐月持续走低。

股票市场处于持续大幅波动之中。在这一年，标普500有18个交易日变动超过5%，而在过去50年里最多只出现过17次这样的情况。道琼斯历史上排名前六位最大升幅中，有两个出现在2008年10月。而道琼斯历史上一周内最大跌幅同样是出现在2008年10月。前20位最大单日百分比跌幅中，有4个是出现在2008年最后4个月。

2008年股票和债券销售减少了38%。2008年IPO的数量减少80%，而且2009年1月初也没有新发行的计划。国际并购在2008年减少了29%，并购额为3.06万亿美元。2008年12月，有3起大银行并购案，包括富国银行并购美联银行，并购后成为美国第四大银行；PNC银行以39.1亿美元的价格并购了国家城市银行，并购后排名第五。有28家银行和储蓄贷款机构在2007年和2008年破产。尽管情况不好，但与大萧条时期或20世纪80年代储蓄贷款危机期间破产的数量相比，还是要好得多。

2008年第四季度富国银行报损25.5亿美元，亏损主要由并购美联银行造成。但与美联的并购直到年底才完成，因此美联的亏损并没有包括在富国银行的报表当中。美联银行因次级贷款业务减记372亿美元，在第四季度亏损112亿美元，这已经是很好的结果。摩根大通第四季度盈利，但比前一年减少76%。但不幸的还在后面，花旗集团第四季度亏损83亿美元，这样公司2008年亏损达到187亿美元。它们计划将公司业务分成两个部分，新的花旗集团管理银行传统业务，比如商业银行、信用卡及投资银行业务等，而银行的非核心业务将剥离至另外一个称作花旗控股的公司。但这个计划迟迟没有付诸实施。花旗集团的CEO潘迪特宣布他本人及银行的其他高管放弃2008年奖金，当然，没有奖金他的薪酬总额也高达3820万美元。

这一年美洲银行和花旗集团的股价下降幅度超过65%。美洲银行的CEO肯尼斯·路易斯最初拒绝放弃奖金，不过最后在压力之下还是同意他本人及银行高管当年放弃奖金。UBS宣布2008年的奖金减少80%以上。

AIG在2008年亏损376亿美元。雷曼兄弟在破产前亏损23亿美元。摩根

士丹利在第四季度亏损 23.7 亿美元，但实现年度盈利。高盛第四季度亏损 21 亿美元，亏损额少于预期，而且财政年度实现盈利。到 2008 年底，华盛顿共同基金在之前的 16 个月共亏损 80 亿美元。美盛集团宣布第四季度亏损 14.9 亿美元，创集团季度亏损的最高值。位于阿拉巴马的区域金融公司在第四季度亏损 62.2 亿美元，被迫申请并接受 39 亿美元政府紧急救助。其他接受政府救助的银行有五三银行（得到 34 亿美元）、大南方银行（得到 5800 万美元）、联合银行控股公司（得到 2.99 亿美元）。

德意志银行 2008 年报损 50 亿美元，这是公司 50 多年历史上首次亏损，其中第四季度的交易亏损额为 63 亿美元，这其中有超过 10 亿美元是由交易员波阿斯·韦恩斯坦造成的。UBS 第四季度报损 69.6 亿美元，年度亏损 170 亿美元，更糟糕的是这一数字在 2009 年 3 月的时候又增加了 10 亿美元。2009 年 UBS 宣布裁员约 2000 人。瑞士信贷集团第四季度亏损 27.5 亿美元，年度亏损 60 亿美元。作为 2008 年政府援助的手段之一，劳埃德银行曾经并购哈利法克斯银行（HBOS），结果当年亏损 120 亿美元。

2008 年对冲基金平均减少 19%。城堡投资集团资产减少 55%。哈特福德金融服务公司的股价在 2008 年一度下跌 94%。沃伦·巴菲特告诉伯克希尔·哈撒韦的股东们说，公司 2008 年的业绩是最糟糕的。当年公司股价下跌 30%。他个人的资产在次贷危机期间也缩水 250 亿美元，导致他不得不把世界首富的位置让给微软的创始人比尔·盖茨。

保德信金融集团第四季度亏损 15.7 亿美元。承诺可变最低年金的保险公司也遭受了巨额损失。这种普遍的养老合同按市场表现计算回报率，但保险公司保证客户的本金不受损失。之后，SEC 计划将年金合同也纳入监管范围，2009 年初 SEC 规定将固定指数年金计划纳入监管范围，这种年金按股票市场指数给投资者计算回报率。但是，哥伦比亚特区巡回法庭认为 SEC 监管执行不力。

在金融领域之外，壳牌集团 2008 年第四季度亏损 28.1 亿美元，而艾克森石油公司报告盈利 78.2 亿美元，雪佛龙报告盈利 49 亿美元。英国石油公司（BP）2008 年破纪录盈利 256 亿美元，但公司警示说 2009 年利润可能因

石油和天然气价格下降而减少。对于原油市场来说，2008 年是混乱的一年，2008 年 7 月 3 日，原油价格升至 145.29 美元一桶，但 2008 年 12 月 31 日收于每桶 44.60 美元。陶氏化学公司出人意料地报告第四季度亏损 15.5 亿美元。时代华纳第四季度报损 160 亿美元。柯达损失惨重，连生存都出现了问题。戴尔利润减少 48%。

总体上来说，美国公司利润减少 2500 亿美元，下降 16.5%，是 50 年来最大降幅。2008 年美国大公司利润下降 32%。尽管满目亏损，但国际大公司的 CEO 们在次贷危机期间还是保住了他们的职位，2008 年发生职位改变的只占 14.4%，2007 年这一数值为 13.8%。但是花旗集团和美林集团的 CEO 都默然离开，当然是同时带走了慷慨的离职补偿款。在 2009 年 1 月的 8 天时间，泰森食品、鲍德斯集团、旅程网、齐科服装（Chico's）、希捷科技和碧碧商店的 CEO 相继辞职。

2008 年美国国库券的表现尚佳，平均上涨了 20.4%，其中有 17.5% 来自于第四季度。但短期国库券的收益率只有 0.016%。美联储的资产负债表从 2008 年底的 9000 亿美元上升到 20000 万亿美元。美联储已经从房地美、房利美和吉利美购入了数十亿美元的贷款抵押工具，但离 2009 年中期达到购买 5000 亿美元的目标还是相差甚远。房利美第四季度亏损 252 亿美元，年度亏损 309 亿美元。房地美第四季度亏损 308 亿美元，年度亏损 501 亿美元。2009 年 3 月，在公司第四季度报告公布之后，房地美宣布申请 308 亿美元政府紧急救助。

不出所料，联邦住房贷款银行（FHLBs）冲销 760 亿美元贷款抵押债券，之前已经有 135 亿美元冲销，穆迪预测它们将无法满足监管当局规定的最低资本金要求。FHLBs 西雅图分部第一个宣布资本不充足，匹兹堡分部第四季度报损 1.87 亿美元，芝加哥分部亏损近 1.2 亿美元，波士顿分部亏损 7320 万美元。GHLBs 共借款约 1.3 万亿美元，但它们还没有使用财政部提供的信用额度。

美国财政部进行的研究认为，得到政府紧急援助的大型银行在 2008 年第四季度并没有提高信贷额度。但美洲银行说它们 2008 年第四季度新增了 1150

亿美元信用额度。尽管政府向银行进行注资，2008 年第四季度的贷款额还是下降了 1.4%。惜贷当然是有原因的，写字间、酒店和购物商厦的抵押贷款还款拖欠率在第四季度迅速上升。

2008 年评级机构对超过 22.1 万只资产担保证券进行了降级，而且银行在次级抵押贷款方面损失超过 5000 亿美元。到 2008 年底，美国有超过 10% 抵押贷款拖欠还款 60 天以上。优级贷款拖欠率由 2008 年第一季度的 1.1% 上升到 2.4%。次级贷款拖欠率从 11% 上升到 16%。次级贷款的拖欠率应当引起警觉，但它还并没有完全反映信用市场的恐慌。新建住房销售额 12 月下降 15%，新建住房开工量在 2008 年 12 月降至自 1959 年创建此统计数据以来的最低值。向美国南方阳光地区移民减少并趋于停滞。移民数量呈现自大萧条以来最低值。但成屋销售在 2008 年 12 月上升 6.5%，是 7 年来上升最多的一年，这主要归因于房产价格的下降。中间房价在 2008 年结束时降至 18.08 万美元，2006 年此指标为 23.09 万美元。迈阿密房价与最高时相比下降 23.5%。

2008 年底时，美国最大的房产建造商 D. R. 霍顿的季度报告好于预期，但第四季度它们的订单减少 35%。尽管如此，它们的情况还是比其他建筑商的要好，其他建筑商下降的幅度为 80%。科宝房产（KB Home）2007 年第四季度亏损 7.72 亿美元，2008 年第四季度亏损 3.07 亿美元。美国亚特兰大的建造商毕哲房屋（Beazer Home）报告住房完工量比上一年减少 53.2%，新建住房订单减少 56%。巨人抵押贷款公司面临着还款拖欠率问题，拖欠率从上一年的 2.6% 上升至 6.9%。人们担心接下来次优级抵押贷款还会引起巨额损失，因为重置条款会使 2009 年的抵押贷款还款增加 1 倍。

2008 年 12 月美联储年度最后一次会议的纪要表明，经济衰退可能比之前预计的时间更长，程度也更深。当时的经济状况确实处于混乱之中。第四季度 GDP 降低了 6.3%，这是自 1982 年经济衰退以来最大的 GDP 降幅，而且这一数值比当初商业部预测的 3.8% 要高得多。股票回购在第四季度减少了 65%，年度减少 28%。12 月商品批发价格下降，通货膨胀的担心一扫而空。消费者信心指数又创新低。

2008 年领取失业补贴人数增加了 460 万人，为 1982 年以来最高。2008 年

12月失业率上升到7.2%，其中大部分失业发生在2008年第四季度。同季度消费者支出减少3.5%，消费者在食品方面的支出减少3.7%。2008年第四季度，耐用品订单减少22.4%。同季度商业设备和软件支出减少27.8%，是50年内最大降幅。但是按第四季度计算的年度生产率提高3.2%。

2008年12月，世界各地的制造业生产都在迅速下降。美国的制造业生产下滑至1980年来最低。福特汽车销售额预计减少19%，事实证明，它们估计不足。国际贸易也在下降，美国2008年7~11月进出口额降低18%，主要是进口降低。2008年第四季度，随着出口的减少，日本GDP降低3.3%。2008年，在美国，州及市级养老金计划价值减少30%，大约损失9000亿美元。

第6章
次贷危机的起起落落

第1节　新总统

新的一年——2009年

2009年交易首日，道琼斯工业平均指数上涨了258.30点，以9034.69点收盘。然而，在新的一年的交易首周，标准普尔500指数令人失望地下跌了4.8%，为自前一年11月以来最糟的表现。原油价格仍不稳定，在2009年1月15日再次剧降至每桶35.4美元之前，从圣诞节至2009年1月第一周的时间内价格上涨了40%。全国范围内的大型公司都出现了裁员现象，包括亨氏（Hertz）、康菲公司（ConocoPhillips）和超威半导体公司（AMD）。美铝于2009年1月6日宣布裁员13500人，约为其员工的13%。公司公布了2008年第四季度11.9亿美元的亏损，其销售额也较前一年下跌了19%。随后，波音公司也公布裁员4500人。微软2008年利润持续下跌11%，并削减5000个职位。一个估值1000万美元的主题公园，位于南卡罗来纳州默特尔比奇的硬石公园（Hard Rock Park），在开业仅9个月游客寥寥无几的情况下于2009年6月宣告破产。

2009年1月12日，道琼斯工业平均指数下跌125.21点。花旗集团是受

创最为严重的公司之一，之前已报告将宣布2008年第四季度亏损100亿美元。此时，花旗集团已经接收了450亿美元政府紧急援助基金。对于这些近期损失，市场反应十分不利。2009年1月14日，花旗集团股价自前年11月以来首次降至5美元以下。当日道指下跌248.42点，为连续第六日下滑。2009年1月21日，花旗集团任命时代华纳董事长理查德·帕森斯（Richard Parsons）为新董事长，而时代华纳在他的带领下已苦苦挣扎多年。这些问题使得人们对他能给衰退中的花旗带来怎样的管理产生了疑问。

应当选总统贝拉克·奥巴马的要求，布什总统于2009年1月12日要求国会释放问题资产救助计划7000亿美元中剩余的4500亿美元。当选总统表示他将利用这一基金中的1000亿美元来停止止赎。2009年1月13日，美联储主席本·伯南克宣布政府应当从问题资产救助计划中拨出更多援助基金提供给银行和金融机构。但有报告认为，这一计划的处理并不得当。

政治一如既往地引导了援助资金的走向。马萨诸塞州民主党众议员、众议院金融服务委员会（House Financial Services Committee）主席巴尼·弗兰克（Barney Frank）利用他的政治影响力使得财政部从问题资产救助计划中拨出1200万美元来拯救波士顿第一联合银行。而该银行根本不符合问题资产救助计划的要求，最后其本人也受到了监管机构的调查。众议院民主党于2009年1月15日披露了一项包含8250亿美元的刺激计划，其中2750亿美元将用于减税，5500亿美元将用于新增支出。然而，伯南克认为，除非华尔街金融机构恢复稳定，减税和用于基础设施的政府支出并不会导致经济复苏。

优级和次级抵押贷款拖欠率在2009年都创下了7.88%的新高。次级抵押贷款的逾期付款率则达到了惊人的21.88%。房屋所有者共拖欠9.6万亿美元抵押贷款，这意味着共有7500亿美元的住房抵押贷款被拖欠并且有1960亿美元次级抵押贷款逾期30日或以上。经济学家预测房市衰退将在2009年恶化，而且并不会在2010年之前复苏。财政部长亨利·鲍尔森考虑出售房地美和房利美的投资组合，仅保留它们作为抵押贷款担保人的角色。然而，这一出售行为对市场的影响并不明确。此外，在缺少政府担保的情况下抵押贷款将只能以低价卖出，这意味着无论采取什么举措，政府都会承担风险。

2009 年 1 月 16 日，摩根大通宣布了一项抵押贷款修正计划，将普通抵押贷款和证券化的抵押贷款纳入其投资组合中。这些抵押贷款的价值总和超过 1 万亿美元。这一修正意在缓解借款人的需求并避免止赎。利率的降低本应有利于这一修正并且缓解高利率抵押贷款重置之痛。2009 年 1 月中旬，30 年固定利率抵押贷款的利率也确实降到了 4.89%。然而，多数贷款人并无意增加贷款。据估计，仅半数的再融资计划得到了批准。托尔兄弟（Toll Brothers）试图为其自建的 4170 万美元以下的住宅提供利率为 3.99% 的 30 年固定利率抵押贷款以启动其住宅产业，并且贷款无须付折扣点给贷款人。

海外问题

德国失业率上升并在 2009 年初达到 7.6%。德国政府在最初拒绝了德国商业银行（Commerzbank）附加 136.3 亿美元的所有权后，取得了该行 25% 的所有者权益。英格兰银行于 2009 年 1 月 8 日宣布降息 0.5%~1.5%，并在 2 月进一步降息至 1%，创历史新低。加拿大于 1 月 20 日降息至 1%，为历史最低水平。

2009 年 1 月 19 日，英国政府宣布新增 1500 亿美元对银行的援助计划，以减少问题资产造成的损失。政府援助计划往往被看作是对金融形势不断恶化的确认，英国股票价格随之下跌。苏格兰皇家银行（RBS）披露，将公布 2008 年高达 410 亿美元的亏损，这是英国银行历史上最大的亏损。RBS 裁员 9000 人，英国政府对银行的所有权提高至 70.3%。2009 年 1 月 8 日，科威特的全球投资公司（Global Investment House）共拖欠 30 亿美元债务。

银行面临的问题不仅仅限于金融方面。劳埃德英国信托储蓄集团（Lloyds TSB Group）曾允许伊朗通过美洲银行非法转移数百万美元资金，因而承诺向纽约州和美国联邦当局赔付 3.5 亿美元。另外 9 家银行也因类似行为受到调查。部分资金用来购买可能援助伊朗核计划的物资。巴克莱（Barclays）随后因允许古巴、伊朗和其他封港国家的账户向美国转进或自美国转出大额资金而承诺支付 2.98 亿美元赔款。一位审理此案的联邦法官曾称其为“甜心”交易，但交易当初还是得到了批准。

一家大型印度外包公司萨蒂扬软件技术有限公司（Satyam Computer Services）于2009年1月爆出丑闻，被发现大规模账面作假。公司创始人和董事长拉马林加·拉贾在情况失控后承认了这一骗局，并表示公司当时已是骑虎难下[①]。

总统就职日

2009年1月20日是历史上道琼斯工业平均指数最为糟糕的总统就职日，指数下跌332.13点至7949.09点。银行股受创最为严重，下跌约20%。花旗集团的股价从2008年每股27.50美元的高点跌至每股2.80美元，下跌一直持续至2009年3月的每股0.97美元。美洲银行股价从2008年的每股40.65美元跌落至每股5.10美元。美国道富银行是一家位于波士顿的传统银行，在公布次贷证券导致的约50亿美元亏损后，其股价在总统就职日下跌59%。穆迪下调了道富银行的债务评级。

金融服务业股票在总统就职日平均下跌70%。市场波动并未就此结束。道琼斯指数于2009年1月21日反弹了279.01点，然而连续不断的负面消息使得道琼斯指数经历了最为糟糕的1月。美国第一资本投资国际集团（Capital One Financial Corporation）于2009年1月22日宣布，将额外核销10亿美元以弥补增加的信用卡拖欠额。通用电气金融服务公司于2009年1月23日公布，2008年第四季度利润下降44%，同时宣布未来的一年将十分艰难。2009年1月5日，通用电气在FDIC的担保下成功销售100亿美元债券，这是当时规模最大的发行额，发行预计于2009年6月30日结束。金融分析师预计，获得FDIC担保贷款计划的公司在发行截止前，将总共获得超过4000亿美元的资金。

国家信贷管理局在2009年1月28日介入，拯救联邦信贷联盟（Federal Credit Union）的批发交易网络。国家信贷管理局为那些服务于小型信用合作社的机构的无保险存款提供担保。联邦政府向最大的批发信用合作社、位于

---

① Seth Niraj, Jackie Range, and Geeta Anand, "Corporate Scandal Shakes India," *Wall Street Journal*, January 8, 2009.

堪萨斯州雷内克萨市的美国中央联邦信贷联盟（U. S. Central Credit Federal Union）注入了10亿美元的资金。

辉瑞公司（Pfizer）于1月末以680亿美元收购了竞争对手惠氏公司（Wyeth）。鉴于交易规模庞大且辉瑞公司成功地为交易进行了融资，这一收购给市场带来了些许乐观情绪。然而，由于当天公司裁员总数达到65000人，经济再次受到打击。包括家得宝（Home Depot）、IBM、通用汽车公司（General Motors）和德州仪器（Texas Instruments）在内的数家大公司都进行了大规模裁员。梅西百货（Macy's）宣布裁员7000人。2009年1月失业总数近600000人，为25年内峰值。失业率增至7.6%，多个州面临无力支付失业救济金的困境。

2009年1月，美国的个人储蓄率上升5个百分点，跃至14年内最高值，这意味着消费者支出急剧下降。制造业活动在1月进一步放缓，但放缓势头有所减弱。1月零售销售因零售商降价而上涨1个百分点。房价自2009年1月起降至50年来最低水平，房屋再销售额也下滑了5.3%。美国最大的20个市区住宅价格在2009年1月下降2.8%，与危机前的峰值相比降低30%。国际货币基金组织在美国的估计信用损失从1.43万亿美元升至2.2万亿美元。

英国贸易逆差创1697年有记录以来最高值。英国的中央银行——英格兰银行于2009年1月降息至1.5%，为1964年建行以来最低水平。1月在瑞士召开的达沃斯峰会气氛十分低沉。中国国务院总理温家宝和俄罗斯总统弗拉基米尔·普京在会上指出了西方国家的失误并要求提升在处理国际事务中的地位。这并非对于美国金融状况的唯一担忧。1月外国投资者自美国共撤回资产1489亿美元。

次贷危机并未放缓政府商业例行调查的脚步。哈里伯顿公司（Halliburton）因其子公司向外国官员行贿争取商业机会，向SEC及司法部支付5.59亿美元罚款。

监管提案及经济刺激计划

2009年2月，奥巴马政府宣布将对19家最大银行进行压力情景测试以评

估其生存能力。未能通过压力情景测试的银行有6个月的时间进行自主筹资。政府将以购买可兑换优先股的形式向筹资失败的银行注资，优先股将获得9%的股息分红并可兑换为普通股。在资金不足、遭受质疑的同时，这些银行也承受着借入政府资金的巨大压力。然而，正如摩根大通高管曾警示的那样，强制借贷会扰乱信贷市场并使贷款丧失正常的信贷支持。花旗集团首席执行官维克拉姆·潘迪特也曾指出，重启信贷时，二级市场融资成本比其他新的融资渠道更低。

新任财政部长蒂莫西·盖特纳在2009年2月10日举行了新闻发布会，公布奥巴马政府的紧急援助计划。在他辞藻华丽、纷繁冗长的发言中，提到创立一项可为私人投资者提供多达10000亿美元融资的公共及私人基金，并允许其从银行购买不良抵押贷款相关资产。这一计划因其未制定有关资产交易的详细定价机制而遭到冷遇。盖特纳也公布了另一项扩张计划来支持以消费贷款为主的证券化贷款，包括学生贷款、信用卡贷款和汽车贷款。盖特纳表示政府将问题资产救助计划中剩余的4500亿美元投入使用，但大银行必须通过压力情景测试才能获得更多这部分资金。在新闻发布会上，盖特纳还承诺会在未来适当时机推出为面临止赎的房屋所有者提供援助的计划。

与此同时，抵押贷款服务公司因止赎权而备受压力。好在止赎放缓，人们的热议及奥巴马经济刺激计划的悬而未决给了它们喘息的机会。在3名共和党人的帮助下，参议院于2009年2月11日通过8380亿美元的刺激计划。奥巴马政府借经济秩序还没有恢复的时机确保经济刺激计划能够通过。但一旦计划获得通过，政府就将转而低调处理经济问题，其标志就是总统2009年2月24日在国会联合会议前的演讲。经济刺激计划包括针对首次买房者达8000美元的税收抵免、支付64000美元给那些数字化处理医疗记录的医生、失业者健康保险及减税2763亿美元。对首次买房者的税收抵免计划反响最大，政府税收因此减少10亿美元，这比预计多了1倍，但信贷到位时确实有利于住房市场的发展。

这项刺激计划中包括“美国建设债券”这种非免税市政及州政府债券，其1/3的利息由政府补助。奥巴马政府计划将这一债券的利息补助永久化，

但补助比率将削减至28%。《纽约时报》随后报道称，承销这些债券的投行要价高于正常费用，并且这些债券的价格有时被低估，导致投资者在损害政府利益的前提下迅速获利。考虑到州政府及市政府财务状况持续恶化的现状，部分投行的金融分析师也表示质疑这一债券计划的可行性。

经济刺激计划禁止那些接受政府紧急援助资金的金融机构雇用外国员工，并要求经济刺激计划相关项目所使用的原材料（如钢铁等）必须产自美国。这一“买美国货”计划似乎是支持工会的行为，并且重蹈19世纪30年代强制消费者购买本国产品的《斯姆特—霍利关税法案》的覆辙。当时报复行为紧随着《斯姆特—霍利关税法案》的制定而至，几乎使20世纪30年代的世界贸易陷入停滞。针对奥巴马的经济刺激计划，加拿大作为出口额占美国总出口额20%的消费国就以报复行为相威胁，日本和欧盟也都对计划中的某些条款表示抗议。奥巴马政府以这一法律符合世贸组织采购规则为由进行辩驳，该规则允许政府采购存在部分“买美国货”的条款，而包括俄罗斯在内的一些其他国家则设立了贸易壁垒以保护其国内产业免于来自进口的竞争。

第2节　美国证券交易委员会

美国证券交易委员会（SEC）依然陷入次贷危机的泥潭难以自拔。作为奥巴马新委任的SEC主席，玛丽·沙皮诺希望通过一系列严苛的强制行动及制度建议挽回SEC的声誉，但在企业改革者看来无异于纸上谈兵。改革方案包括投票决定高管薪酬，并且由企业负担成本，通过委托提案的方式由养老金联合会提名董事。沙皮诺也试图立法使SEC通过收费的方式自筹资金，以便更加独立于国会。她也希望能够修订联邦证券法规以对证券化施行更有效的管理。

沙皮诺还表示她可能将沿用一些原来的监管制度，并重新启用证券交易委员会传统的卖空报升规则。在该规则下，禁止除股票成交价上升情况下的卖空交易。这一规则旨在防范卖空者在卖空交易价不断下跌时利用不当手段压低价格。美联储主席伯南克对这一举动表示支持。SEC有关卖空的提议发

布于2009年4月。另一项提议则建议采用熔断机制以禁止市场价格出现大规模波动时的所有卖空交易。这一机制最初仅被用于裸卖空交易（投资者在事先不借入日后用于交割的股票情况下进行的卖空交易），而这也是次贷危机中出现的棘手问题。人们认为卖空作为整顿市场纪律的工具在某种程度上对市场也有积极的影响。然而，这种感觉并没有持续很长时间，数月后SEC修订了原有的报升制度。新的报升制度于2010年2月生效，限制同一交易日内价格下跌10%及以上的股票卖空交易。

密歇根州民主党参议员卡尔·莱文及爱荷华州共和党参议员查尔斯·葛莱斯利提出了一项名为“对冲基金透明度法案”的草案，要求对冲基金在证券交易委员会进行注册，上报其净资产价值及投资者。沙皮诺及获得美国商品期货交易委员会（CFTC）主席提名的加里·詹斯勒都表示支持这一草案，而詹斯勒曾因支持放松管制而备受攻击。

在麦道夫骗局被揭穿后不久，《华尔街日报》首页报道了另一起正在发生的巨额庞氏骗局，这一骗局由彭日成发起并涉及亿万美元，其中包括中国台湾投资人[①]。在此报道后SEC才冻结了他的资产。司法局也以洗钱的罪名向他提出指控。在被捕数月后，彭日成被发现死于家中，其妻此前已被神秘谋杀。

SEC成功控告罗伯特·艾伦·斯坦福爵士骗取投资者80亿美元巨资，之后另一起巨额诈骗于2009年2月17日被揭穿。斯坦福对存单投资人承诺超高水平的回报，却将储户资金投资于非流动性资产，通过位于安提瓜加勒比群岛上其旗下的斯坦福国际银行进行业务操作，可谓高调的金融家，同时也是国际板球赞助商。该银行吸纳了拉美投资人的巨额资金。斯坦福曾数次贷款给安提瓜政府，并因其慷慨解囊，安提瓜政府授予他骑士爵位。尽管委内瑞拉是社会主义国家，且政府积极参与美国的政治斗争，但斯坦福在当地极受欢迎。SEC对斯坦福采取了先期执法，但却在轻描淡写的惩罚后就放过了这家公司。证券交易委员会沃思堡地区办公室在起诉前曾对该公司进行历时两

① Mark Maremount, "Highflying Financier Faces Questions Over Fund Empire," *Wall Street Journal*, April 1, 2009.

年的调查。SEC称在司法部的要求下他们停止了调查，因为案件涉及安提瓜司法管辖权问题。然而，随后一份SEC监察长的报告表明，SEC监察员曾发现斯坦福四起诈骗行为，但却未采取任何行动。SEC沃思堡地区办公室负责人斯宾塞·巴拉什被曝再三阻挠对斯坦福进行的调查，并在转为私人执业律师之后试图代理斯坦福一案。SEC监察长则希望借此举取消巴拉什的律师从业资格。SEC的麻烦还不止于此。2009年5月15日，SEC监察长宣布，有两名SEC高级执法律师曾交易与被调查公司有关的内部信息。此事移交至司法部进行进一步调查。

2009年6月，司法部对斯坦福及其五名同伙提出指控，除其他事项外，还控告斯坦福曾向安提瓜金融业监管人员勒罗伊·金行贿10万美元，以干扰SEC 2005年及2006年斯坦福银行合法性调查。斯坦福向美国政府自首并被拒绝保释。曾是昔日亿万富翁的斯坦福，却在庭审前就已耗尽资金以至于连自己的律师费用都无力支付。后来，他被指派了一名来自休斯敦公设辩护人律所的律师。而后按照公司保险单，斯坦福获得支付律师费用的理赔，曾数度更换律师。斯坦福因存在潜逃风险而仍被押于狱中，并遭同狱犯殴打。

后来，对冲基金经理普尔·格林伍德和斯蒂芬·沃什也遭逮捕，指控罪名为对投资人实施高达5.53亿美元的欺诈，受害方包括损失6500万美元的匹兹堡大学和损失近5000万美元的卡内基梅隆大学。被捕时，格林伍德正在其位于纽约州北塞勒姆、占地300英亩的马场，而他时任镇长。格林伍德和沃什曾是纽约岛民冰球队所有者，但经营并不成功。球队经营似乎一直厄运连连。该球队后来卖给约翰·斯帕诺，而交易完成不久，斯帕诺也因诈骗被捕。随后，球队又被美国国际联合电脑公司前任主席王嘉廉收购，而该公司曾是安然时代一系列会计丑闻的核心。

扑朔迷离的不确定性

信贷市场开始解冻。2009年前6周内，共售出了783亿美元的投资级公司债券。思科系统公司在2009年2月9日，卖出40亿美元债券。然而，市场对奥巴马的经济刺激计划反响并不积极。道指于2009年2月13日跌至

7850.41 点，随后下滑 298 点，在 2009 年 2 月 17 日以 7552.60 点收盘，当时报道东欧经济面临崩溃，预计西方银行对东欧国家发放的贷款很可能出现违约，因此市场深受影响。

与此同时，通用汽车和克莱斯勒宣布至少需要 216 亿美元政府资金以免于破产，市场同样深受打击。花旗集团也在和财政部探讨获得更多融资的可能性。随后，政府同意持有 34% 的花旗集团所有者权益。此前 5 个季度，花旗集团已经亏损 280 亿美元。

2009 年 2 月 18 日，奥巴马总统公布了一项 2000 亿美元的计划，协助那些在房利美和房地美办理抵押贷款并深陷其中的房屋所有者修订贷款方案。还有 750 亿美元用于修改通过私人渠道办理的抵押贷款合同。此计划的根本目的是将贷款还款额限制在借款人收入的 31% 以内。那些按照修改后贷款合同还款的贷款人每年将获得 1000 美元的“按时还款”奖励。

正如之前的其他计划一样，这一项目的进展十分缓慢。截至 2009 年 5 月中旬，仅修改了 5.5 万份贷款合同，美洲银行修改了英国国家房产经纪公司签发的约 5 万笔抵押贷款合同。美洲银行的合同修改鉴于不同国家对结算的要求。然而，修改贷款合同并非治疗次贷违约的万能灵药，约 65% 甚至更多的次级贷款在修改后不久再次陷入拖欠的境地。

2009 年 2 月 18 日，房地美发放了其史上额度最高的一笔贷款——100 亿美元。约两周后，由政府任命来重整秩序的房地美 CEO 戴维·莫菲特在任仅仅 6 个月就辞职了。房利美于 2009 年 2 月 26 日披露，公司仍需要联邦政府注资 150 亿美元。与此同时，房地美和房利美已经转制为政府机构，以便实施抵押贷款修订计划、对问题贷款进行再融资以及扩大抵押贷款。令人难以置信的是，政府还进一步放宽对它们的贷款条件以使它们能够继续发放次级贷款。①

2009 年 2 月 20 日，金价已经超过每盎司 1000 美元，预计将涨至每盎司

---

① Charles Duhigg, “wo Fallen Mortgage Giants Are Unlikely to Be Restored,” *New York Times*, March 3, 2009.

2000 美元[①]。相比 2007 年 10 月 1 日 14087 点的高点，道指于 2009 年 2 月 23 日跌至 50% 的水平。因美国国际集团预计 2008 年损失将高达 1000 亿美元，市场受到重创。寿险公司的投资组合价值下跌，作为应对市场下行压力的适应性举措，评级机构开始下调其信用评级。

奥巴马总统试图在 2009 年 2 月 24 日发表的国情咨文中传达乐观的情绪。当天，美联储主席伯南克在国会作证并表示对经济将在 2010 年复苏抱有信心。他否认了政府对花旗银行等大型银行的国有化有任何兴趣，并声明："在我看来，国有化就是政府没收银行，赶走股东，然后开始经手管理这家银行。我们不打算采取任何这类行动。"[②] 这一声明发表于美洲银行股票价格大跌之后，而这轮暴跌正是源于参议院银行委员会主席克里斯·多德大型银行会国有化的言论。

针对次贷危机，奥巴马总统表示："这次危机既不是商业周期自然运转的结果，也不是历史上的偶然。我们置于如今的境地乃是源于这个极度不负责任的时代，这股不负责任的风潮从大公司的高管到华盛顿特区的权力之位席卷了整个私人和公共机构。"[③] 他还表示："数十年来，太多的华尔街投资者将谨慎抛之脑后而不顾，以盲目的乐观追逐利润而不考虑背后严重的风险，更不把公众利益放在眼里。"[④] 总统为构建新的金融监管体制提出了七条准则："严密监管"可能导致系统性风险的大型机构、改革现行监管结构、增加透明度、金融产品的统一监管、问责制、综合监管、基于金融服务的全球性进行监管。[⑤]

2009 年 2 月，道琼斯工业平均指数下跌了 12%，在月末的最后一个交易日以 7062.93 点收盘。美国制造业仅下滑了 1.4%，为 4 个月以来最小下降值，但美国的汽车销售额当月却缩水 41%。通用汽车发布警告称，其欧洲业

---

① Allen Sykora, "Gold's Perfect Storm," *Wall Street Journal*, February 23, 2009.

② "Bernanke Repeats Opposition to Outright Nationalization of Banks," *Securities Regulation and Law Report* 41 (March 2, 2009).

③ Jonathan Weisman, "Obama Pushes Sweeping Change," *Wall Street Journal*, February 27, 2009.

④ 同上。

⑤ "Regulatory Reform," *Securities Regulation and Law Report* 41 (March 2, 2009).

务将在未来数月中耗尽资金。消费者信心指数跌至41年来最低水平。包括微软、欧迪办公、塔吉特公司和梅西百货在内的许多公司都面临收入下滑。由于消费者开始寻求低价商品，沃尔玛的销售业绩强劲增长。然而，这少得可怜的好消息很快被一项有关失业率于2009年2月增至8.1%、为25年来最高水平的报告所冲淡。该月的失业人数达69.7万人。美联储褐皮书报告指出，随着消费和商业支出的下降，经济衰退在2009年1月和2月进一步加深。美联储发现制造业指数急剧下跌，农业疲软，采矿和钻井业业务放缓。

联邦住房管理局报告称，2009年2月拖欠90天及以上的住房抵押贷款率相较上年同期的6.16%已经攀升至7.46%。而作为在这场房屋止赎潮中遭受打击最为严重的美国地区之一，佛罗里达州的李县采取了新的解决方式。他们为止赎的诉讼进程设计了“争议速决程序”，每日可取消多达1000栋房屋的赎回权。随着止赎权销售的上升，2月的成屋销售也上涨了5.1%。房价和银行贷款拖欠率虽仍呈增长趋势，但增速有所放缓，2009年2月的房屋建筑率也上升了22%。加利福尼亚州房屋总销售额较上年同期上涨了惊人的83%。2月的新建房屋销售也出现了7个月内的首次增长。

与2008年10月相比，2009年2月大型银行接受的问题资产救助计划资金下降23%，这表明救助计划已经开始生效。通用电气此时正因其旗下子公司通用金融的麻烦而备受困扰，后者的业务包括向中小型公司发放贷款并投资于商业房地产领域。由于公众的忧虑随着其金融部门亏损的逐步攀升而与日俱增，通用电气股价出现暴跌。通用公司减记40亿美元商业地产资产，并为通用金融带来的3800亿美元的应收款项预留了100亿美元的亏损额度。通用公司于2009年2月27日宣布将削减68%的季度分红，从每股0.31美元降至每股0.10美元，这是1938年以来的首次下降。

然而，这些措施并不足以使通用公司保有其视若珍宝的信用评级，2009年3月12日，通用公司失去了其自1956年起一直保持的AAA级信用评级。标准普尔将通用公司的信用评级下调至AA级，不过仍是投资级，前景展望为“稳定”。这一下调举动消除了通用公司的不确定性，其股价相应上升11%。奥巴马政府考虑强制性剥离通用公司的金融部门并将其作为银行进行监管，

但通用公司反对并最终占了上风。不过，通用公司被指控2002年及2003年操纵账户虚报盈利7.8亿美元，公司于2009年8月与SEC达成协议并同意支付5000万美元罚款。通用公司的季报业绩一直以来都不负分析师的期望或远超预期，操纵账户也是为了不负众望。

许多公司都削减了分红，包括摩根大通、匹兹堡金融服务集团、CBS广播公司、纽约时报、陶氏化学和辉瑞公司等。看起来2009年是自1938年以来分红最少的一年。截至第一季度末，分红就减少了400多亿美元，削减分红的上市公司数量达到367家。但甲骨文公司在2009年3月宣布将首次分红。

瑞士前财政及国防部长卡斯帕·维利热于2009年3月成为瑞银的新董事长，这是瑞银为解决日益严重的次贷和避税问题第二次委任新董事长。2009年2月末，汇丰宣布将缩减在美国的消费金融业务，也就是公司曾收购的家庭信贷公司的遗留部分，并将通过配股融资170亿美元。收购家庭信贷公司6年来，汇丰亏损100亿美元，这一收购本身也是促使银行发行次级贷款的合理因素之一。汇丰前首席执行官纪勤曾在2009年表示："事后来看，我们希望从未进行过这项收购。"①这很明显只是故意低调的说法。

美洲银行首席执行官肯尼斯·路易斯于2009年3月2日宣称，对于美洲银行来说，接受问题资产救助计划是示弱的表现，因而是一个战略性错误。在过去的12个月中，美洲银行的股票价值缩水86%，但他表示美洲银行将在未来的2~3年内偿还问题资产救助计划的资金。在刘易斯继任公司董事长和CEO的投票中，他没有得到股东的全部选票，因而被董事会解除董事长职务，但继续留任CEO。国会、美国证券交易委员会及纽约州总检察长安德鲁·科莫继续调查美洲银行收购美林的相关事件，当初路易斯曾试图放弃收购使他成为调查讨论的焦点。科莫指控路易斯在股东就合并进行投票表决前并未披露美林意料之外的亏损，构成欺诈。路易斯聘请花旗全球财富管理公司前任首席执行官莎利·克劳切克作为可能的继任者。克劳切克曾受到花旗首席执行官维克拉姆·潘迪特的排挤而离职，她在美洲银行的职位最终被美洲银行

① Floyd Norris, "The Deal That Fueled Subprime," *New York Times*, March 6, 2009.

的老员工布莱恩·莫伊尼汉替代。

第3节　高管薪酬

民粹问题的再现

次贷危机使民粹主义再度受到关注，高管薪酬也重新成为政治焦点。2008年11月的一项研究发现，卷入这场次贷及信用危机的120家上市公司高管们过去5年内的薪酬总额高达210亿美元。加利福尼亚州民主党代表亨利·韦克斯曼2008年间就花旗高管查尔斯·普林斯、美林高管斯坦利·奥尼尔及美国国家金融服务公司高管安吉罗·莫兹罗的遣散费举行了多场听证会。这些高管所在的公司都最终破产或濒临破产，国会成员对此提出严厉质询。其中，密歇根州民主党参议员卡尔·列文就是一名颇为激进的企业评论家。

对民主党来说，这样的目标人物还有很多。有15名家居建材及金融服务业的企业高管在次贷危机发生前5年的薪酬都高于1亿美元。在美洲银行出手拯救国家金融服务公司之前，仅莫兹罗一人就掠走至少4.7亿美元。在次贷危机造成托尔兄弟房产销售额急剧下跌前，罗伯特·托尔也早已将4.27亿美元收入囊中。

2008年美国大公司高管的工资和奖金中位数下降8.5%，为224万美元；但如果算上股票期权，高管薪酬的中位数不过降低了3.4%，为756万美元。杰出代表包括摩托罗拉的桑杰·贾，其薪酬超过1亿美元；甲骨文的劳伦斯·埃里森，薪酬超过846万美元；华特迪斯尼的罗伯特·艾格，薪酬超过511万美元；花旗的维克拉姆·潘迪特，薪酬超过382万美元。切萨皮克能源公司首席执行官奥伯雷·迈克兰德在公司股价狂跌的情况下，仍在2008年拿到1.12亿美元年薪。除此之外，公司还以超过1200万美元的价格收购了迈克兰德的一批艺术品和地图收藏品。

作为克林顿执政期间的财政部长及花旗高管，罗伯特·鲁宾在花旗银行亏损离职时，共收到自1999年至2008年底的薪酬1.15亿美元。1998—2008

年花旗集团四任首席执行官的薪酬总额高达4.831亿美元，这其中尚未包括股票期权。次贷危机期间公司亏损上升，花旗集团的普林斯于2007年离职，他2005年的薪酬为2300万美元。尽管花旗集团2006年第四季度的净利润下滑了26%，但是普林斯当年还是拿到了2600万美元的高薪。

道富银行首席执行官罗纳德·罗格2008年的薪酬高达2870万美元，较其2007年的薪酬增加了500万美元。这一薪酬方案于2009年3月13日公布之时恰逢道富银行股价从2008年83美元的高点跌至22.63美元，但这并未使其薪酬发生些许的变化。此外，道富银行报损36亿美元，而且信用评级下降，还于2008年接受了20亿美元的政府紧急援助资金。

给高管薪酬事件火上浇油的是，房利美和房地美的高管被曝拿到总额高达2.1亿美元的留任奖金。而这两家公司在2008年均存在严重亏损并濒临破产，被纳入政府监控管理。2009年1月29日，针对银行在接受来自纳税人的政府救助的同时，其高管仍领取近200亿美元巨额奖金的行为，奥巴马总统称之为"耸人听闻""无耻"以及"高度不负责任"[①]。5天后，奥巴马总统进一步宣布说，所有接受政府紧急援助资金的公司高管年薪不得超过50万美元，且不得发放"黄金降落伞"，公务机、办公室翻新、休假聚会等必须公开披露。

2009年2月11日，国会传讯了八大金融机构的高管，其中包括花旗的潘迪特、摩根大通的杰米·戴蒙、高盛的劳埃德·布兰克费恩、美银的肯尼斯·刘易斯等，有关薪酬安排的听证会持续了7个小时。这促使布兰克费恩在2009年9月于法兰克福发表的一场演说中提到，公众对于金融机构高管奖金的愤怒是"可以理解且正当的"[②]。然而，他却并未提出向高盛股东归还其在2006年及2007年获得的1.24亿美元的创纪录高薪，以及2008年在高盛自上市以来首度出现季度亏损时他获得的110万美元奖金。

密苏里州民主党参议员克莱尔·麦卡斯基曾提出一项议案，接受紧急援

① Maureen Dowd, " Disgorge, Wall Street Fat Cats," *New York Times*, February 1, 2009.

② Ulrike Dauer, "In Europe, Goldman's Blankfein Assails Pay," *Wall Street Journal*, September 10, 2009.

助资金的企业高管年薪不得超过40万美元。这一数额与美国总统的年薪相同（不包括5万美元的差旅费、1.9万美元的娱乐费用及专机空军一号和白宫内私人住宅的津贴），同时也是布兰克费恩2007年平均两天的工资。

美国国际集团奖金事件

美国国际集团（AIG）的金融产品部门（AIGFP）宣布其将向高管发放高达1.65亿美元的奖金后，公众的愤怒程度进一步攀升。正是这一部门导致AIG在2008年的巨额亏损，并因此不得不接受超过1700亿美元的政府援助资金。时为奥巴马政府高级经济顾问并曾在克林顿时期接替鲁宾担任财政部长的劳伦斯·萨默斯称这种做法是“耸人听闻的”。不过，萨默斯却并不反对自己接受这样的超高薪酬。他前一年在德劭对冲基金公司任职时获得520万美元报酬，此外还得到了来自金融服务业公司等机构高达270万美元的演讲费。

奥巴马总统就此发表评论并宣称，将采取一切可能的法律手段收回美国国际集团的奖金。鉴于在接受紧急援助资金之后，AIG80%的股权已经归美国纳税人所有，奥巴马政府的这一措施也不无道理。在总统发表评论后，AIG又被披露向几乎包括全部金融产品部门员工在内的73名员工每人支付了100多万美元，从而激起民愤。

AIG宣称发放高额奖金是为了留住核心员工，然而高达3360万美元的奖金却付给了那些离职的员工。随着AIG继续留用那些使公司陷入危机的风险经理的信息曝光，批评的声浪日见高涨。此外，有关AIG 2010年奖金的另一项争议又浮出水面。由奥巴马政府任命的问题资产救助计划高管薪酬“特别管理员”肯尼斯·费恩伯格（又被称作“薪酬沙皇”）要求AIG削减其承诺将于2010年发放的1.98亿美元奖金，并追回已经发放给员工的4500万美元奖金。AIG的部分员工拒绝配合这一行动。更有甚者，AIG控告政府，要求退税3.06亿美元，公司在2004年因会计操纵多缴了税款。美国国税局于2009年3月底回应称，他们正就AIG金融产品部门涉嫌为某些大型金融机构提供不当避税展开调查。

纽约州总检察长科莫也开始对AIG金融产品部门的奖金问题进行调查。

尽管一些高管已经成为死亡威胁的目标，但是科莫和众议员弗兰克仍要求AIG披露接受奖金的金融产品部门高管名单。科莫在同意保密协议的条件下收到一份名单，并随之开始联系并威胁在列的高管。2009年3月底，科莫宣布有部分高管同意返还约5000万美元存在争议的奖金，但是其余的高管拒绝返还。

道格拉斯·波凌是同意返还奖金的AIG高管之一，他因在金融产品部门就职律师而获得640万美元奖金。波凌被指控压制一名内部审计员对他经办的一家合资公司会计账目处理提出的质疑言论。这一退薪浪潮的另一结果是，AIG金融产品部门约20名核心员工辞职，导致该部门的关闭进程放缓并损害了纳税者在AIG的投资。有关AIG奖金问题的争议也导致法国分公司AIG银行（Banque AIG）的两名核心高管请辞。该分公司有数十亿美元的资产处于不当的风险敞口，如果辞职高管的继任人未能通过法国政府的批准，则该风险将被触发。

AIG的奖金问题使奥巴马政府处于尴尬境地。政府和财政部的表态不尽相同。美国财政部长盖纳认为奖金合法，而奥巴马总统则要求返还奖金。作为AIG救援计划制订者之一及纽约联邦储备银行的负责人，盖纳曾负责监管奖金的发放。康涅狄克州民主党参议员克里斯多夫·多德也承认，在近期通过的经济刺激计划中添加了对奖金合法性的认可条款。不过，多德声称此举也是出于财政部官员的要求。

媒体和公众对AIG奖金事件的愤怒情绪仍持续攀升。有的民意调查显示，83%的美国人认为联邦政府应当限制接受政府援助资金企业的高管薪酬。然而，另一项，民意调查显示，仅有1/3的美国人认为应当限制发放奖金。与之相对比，欧洲民众支持限制奖金发放的比率为65% ~79%。

众议院通过了一项特殊法案：那些接受政府援助资金50亿美元以上的企业雇员，当他们的年薪超过25万美元时，超过部分需缴纳90%的所得附加税。这一法案的适用范围并不仅限于AIG。一旦颁布，该法案将影响数千名接受政府援助资金机构的员工，其中包括高盛、摩根大通、摩根士丹利、花旗集团、富国银行、房利美和房地美等。

已退休的高盛董事会成员爱德华·李迪曾以1美元的年薪再度出山以拯救AIG，此时因奖金事件遭到了国会和媒体的揶揄。李迪称AIG的金字招牌已经被玷污得满目疮痍，需要更名换姓才能继续混迹江湖。2009年8月，曾经带领美国大都会保险公司成功转型的罗伯特·本默切接任李迪，成为自2005年汉克·格林伯格被纽约州总检察长艾略特·斯皮策赶下台后的第五任AIG首席执行官。这一聘任的薪酬总额约为1000万美元。颇值得玩味的是，费恩伯格批准了薪酬方案。本默切以在克罗地亚为期两周的假期开始了他的任职，并与格林伯格协商来试图摆平其继任者马丁·沙利文针对格林伯格挑起的争端。协商立即取得了成效。AIG和格林伯格于2009年8月31日就赔偿问题达成和解，并同意对2009年11月25日拟定的协议中未包含的其他事项进行私下协商。双方均下调了索赔金额，AIG同意按照仲裁结果向格林伯格支付赔偿，但限额为1.5亿美元以下。AIG还同意向格林伯格归还其被驱逐时办公室内的个人物品。随后，格林伯格将自己2.78亿美元的AIG股份以可变预付远期销售的形式出售给了瑞银集团。根据这项协议，格林伯格将得到未来交付股权的预付款并享有在股价上涨时获得部分收益的权利。

争议的持续

Waxman指责那些接受TARP资金的公司仅在2008年的前9个月，就给员工发放了总额达1080亿美元的薪酬及奖金。2009年7月科莫进一步披露，有9家在2008年次贷危机期间接受了政府紧急援助的金融服务公司，其当年奖金总额达到330亿美元。这些公司有5000名员工的个人奖金超过100万美元。虽然从百分比上来说，这一数值与2007年相比下降了11%，但其绝对数值仍然惊人。

TARP立法规定接受救助公司高管享受减税薪酬的上限为50000美元，严禁提供超过3年薪酬总额的“黄金降落伞”，而且如果高管有意向影响奖金收入的公司提供虚假财务信息，有权追回其奖金。此外，接受TARP资金的公司需要证明他们公司的薪酬计划不存在承担过度风险的激励，但没有具体指出界定办法。

之前曾负责“9·11”袭击遇害者70亿美元赔偿基金的专员范伯格，现在负责监督那些接受TARP资金公司100名高管薪酬限制的执行情况。范伯格直接向财政部长盖特纳报告，但可以独立进行决策。

范伯格对美洲银行、花旗银行、富国银行、AIG及通用汽车和克莱斯勒的金融部门进行监控。他监督的重点是通用公司的投资管理部门——普里马克全球顾问公司（Promark Global Advisors），它管理着1020亿美元的养老基金和180亿美元的机构资产，公司经理的收入达200万美元以上。薪酬限制条款使得通用公司不得不延迟公司急需的CFO的重要位置招聘。

范伯格发现有17个公司在接受TRAP资金后发放了无正当理由的15.8亿美元奖金，其中花旗集团滥发的奖金最多，主要是由于其商品部门按照签订的合约需要付给两个交易员1亿美元。范伯格责令花旗集团出售利润颇高的能源交易部门希尔博（Phibro），他们的一个交易员安德鲁希尔在2008年拿到9800万美元奖金，按照雇佣合同条款，他2009年的总资金额将达1亿美元。最后，能源交易部门被廉价卖给了西方石油公司（Occidental Petroleum），希尔博在2010年持续大额亏损。

范伯格又将注意力转向近来在公司盛行的固定奖金。他最具杀伤力的举动是在2009年10月，将那些接受TARP资产公司薪酬排名最高的175名高管的工资砍了一半。当局不允许福克斯新闻频道（FOXNews）就降薪事件联合采访范伯格，声称他们不是合法的新闻机构，此举引发了人们的质疑。

奥巴马政府的经济刺激计划在原来TARP法律框架的基础上，针对接受TARP资金及其他政府帮助的公司高管薪酬增加了限制条款。此外，还禁止增加聘用高管；要求这些公司制定规章制度，严禁过度奢华招待；除了长期限制性股权，奖金总额不得超过全年工资的1/3；要求给予股东无限制条件的高管薪酬投票权。

摩根大通的戴蒙认为，在指责银行家的薪酬时，政客们需要对运营良好的银行（如摩根大通）和摇摇欲坠的银行（如花旗银行）加以区分。2009年1月，奥巴马公开指责花旗银行花5000万美元购买公司直升机。直到被政府逼至难堪的境地，花旗银行才撤销了订单。为了避免更多的指责，随后花旗

银行取消了原计划对美国大都会棒球队的4亿美元市场赞助。

银行监管机构调查菲德林猎头公司（Fiderion Group）是否过度奢华招待区域金融公司（Regions Financial Corporation）的高管，因为有报道说菲德林猎头公司在6年时间里共花费10万美元招待区域金融公司的高管打高尔夫。这一报道是在区域金融公司接受了35亿美元的政府救援资金之后。

科莫调查美林高管奖金使其有机会与国会比肩谈判将华尔街高管们的薪酬与长期业绩相关联。他希望要求上市公司延后数年发放奖金，这样确保奖金实至名归。而具讽刺意味的是，科莫调查的目标公司美林2006年实施了意在将奖金与长期业绩挂钩的制度。众议员弗兰克表示支持科莫的建议并说服议会在2009年7月通过了一项法案，授权SEC禁止资产价值超过10亿美元的公司出台存在不当激励、鼓励承担过度风险的薪酬计划。

公司改革者们建议设立CEO的最高薪酬限制，不能超过员工平均工资的20倍。康奈尔大学的经济学家赫伯特·弗兰克在2009年1月4日的《纽约时报》专栏发文认为，这种最高限制会打击那些精英高管出任CEO的热情。他赞成对那些接受政府救助的金融服务公司高管施行最高工资限制，但他认为对其他行业高管过高薪酬的“过多审慎回应”会提高边际税率。[1]其实，这种情况以前就发生了，高收入的个体往往会寻求避税的合法手段，或者通过其他的方法逃税。次贷危机本身也对财富分配产生一定程度的影响。2008年财产超过3000万美元的人数减少25%。

人们对AIG奖金的愤怒还没有消退，奥巴马政府考虑建议限制所有金融服务公司高管的薪酬，而不仅仅限于那些接受政府救助的公司，并将薪资与长期业绩挂钩。这在商业领域造成了强烈反响。2009年5月19日财政部长盖特纳对此解释说，政府的目的不是对最高薪酬设限，而是防止高管们以公司及金融体系为代价承担过度的短期风险。这种解释听起来甚是奇怪，至少从定义上来说，造成次贷危机的抵押贷款是具有AAA评级的长期工具。

盖特纳进一步解释说，政府将重点考查“黄金降落伞”及其办理程序，

---

① Robert H. Frank, “Should Congress Limit Executive Pay?” *New York Times*, January 4, 2009.

确保综合考虑薪酬安排与风险管理。他同时希望能够为投票决定高管薪酬立法，并且要求薪酬委员会成员全部由独立董事组成。这些努力并没有停止金融界的强烈反对。商业领袖们表示不再对参与政府救助计划感兴趣。数家大银行宣布将退回已经接受的救助资金，以避免在薪酬方面不得不面对国会的限制。奥巴马总统随后不再反击领取奖金的 AIG 高管，甚至开始质疑议会立法的合理性。议会随后通过了另一项法案，如同财政部所定义的，禁止发放不合理及过高的奖金，而且规定奖金发放必须与业绩挂钩。这项法案最后没有被采用，但对薪酬的其他限制性条款被写进立法并于 2010 年生效。

SEC 也强化了高管薪酬制度。2009 年 6 月，新任 SEC 主席玛丽·夏皮罗宣布建议 SEC 设立制度，进一步公开那些领取高额工资的中高级员工（例如那些金融服务公司的交易员）薪酬的计算方式。SEC 还建议公开薪酬计划如何影响雇员承担风险，并且探寻公司如何管理这些风险。这似乎是不计后果地抑制承担风险的又一次尝试。

世界大企业联合会的商业领袖们为阻止政府的进一步干预，于 2009 年 9 月提出薪酬自律计划，内容包括禁止“黄金降落伞”、禁止对缴纳额外工资税的高管进行补偿及禁止私用公司直升机。受制于政府救助限制的富国银行通过提高工资的方法来保持高管的薪酬水平，而且并没有与风险承担挂钩，这让我们不禁回忆起 1993 年的《税收多用途调整法》(*Omnibus Revenue Reconciliation Act*)，他们的做法与法律要求正好相反。摩根大通、摩根士丹利和瑞银都宣布了类似的计划。次贷危机期间，在政府坚持下，接受了 TARP 资金、由美洲银行救助的美林在 2009 年夏天准予发放了数额比地产泡沫时期还高的奖金。

2009 年 4 月布兰克费恩懊悔地表示，华尔街的薪酬制度存在缺陷，巨额奖金发放给那些“事后看来自私而且贪婪的”金融公司高管们。[①] 但在高盛于 2009 年 7 月 14 日公布第二季度的报告（为公司季报的最高额——34.4 亿美

① Aaron Lucchetti, " Goldman's Blankfein Calls for Pay Change," *Wall Street Journal*, April 8, 2008.

元盈利，甚至高于公司 2008 年全年的收入）后，布兰克费恩拨付 114 亿美元作为员工年底奖金。2008 年高盛的奖金减少 70%，公司高管大为不满。高盛 2009 年 3 月延迟了员工的贷款期限。许多员工由于投资高盛遭受损失，并且收到公司的追加保证金通知。

2009 年第一季度华尔街投资银行共拨配 360 亿美元作为年底奖金留存，如果此年度内按此计划推进，年度奖金将与创纪录的 2007 年接近持平。高管们期望着奖金的发放。在美林、花旗银行和瑞银接受紧急救助并受薪酬限制之后，有些精明的雇员纷纷投身于那些能够提供更高薪酬的公司。有高管猎头估计，金融机构大约失去了 1/4 的高效雇员。当 2009 年第二季度结束的时候，华尔街上演了一场经纪人精英的争夺战。

风险与创新在华尔街层出不穷。2009 年 9 月 6 日，《纽约时报》头版文章认为，一种“新奇投资方式”在华尔街出现。[1]文章重点谈到疾病和养老人寿保险的证券化。其实，这种保单贴现投资方式早已存在并且往往被滥用。早在 1844 年的时候，这种保单就被那些利欲熏心的人在英国皇家交易所进行拍卖。垂死的受益人被拖出来让竞买者判断还能活多久。150 年之后诡计多端之人也参与这种保单贴现合约，使艾滋病患者的保单不能足额赔付，而他们从那些老人和垂死之人身上获益。证券化使那些垂死者在需要钱的时候能够利用保单获得资金，也能够公平地定价。无论如何，这种产品都不是具有吸引力的投资方式，并往往使发行产品方的经纪人陷入法律诉讼之中。

国外对薪酬问题的讨论

次贷危机期间关于薪酬问题的讨论在国外也如火如荼。2009 年 4 月，欧盟委员会建议为企业薪酬设限，比如离职费最高为两年的固定工资，期权禁售期最少为 3 年，多数奖金应当延迟发放。同月在伦敦召开的 G20 峰会也考虑对企业高管薪酬设限。在会议期间举行的金融稳定论坛上，有报告主张金融服务公司高管薪酬不应当只根据盈利水平制定，还要考查他们是否为了提

① Jenny Anderson, " New Exotic Investments Emerging on Wall Street," *New York Times*, September 6, 2009.

高回报率而承担了过度的风险。

尽管公司出现了严重问题，资产减记30亿美元，但巴克莱银行总裁罗伯特·戴蒙德2007年的薪酬仍达3000万美元。苏格兰皇家银行（RBS）前CEO弗雷德·古德温爵士的家及汽车在2009年3月24日被毁。股东们落井下石，投票反对他的退休离职补偿。按计划，他退休后每年将拿到100万美元。最后，古德温被迫同意将退休金减少一半。但新任CEO斯蒂芬·赫斯特总额达1600万美元的薪酬计划又一次引发了争议，随后他同意延后支付部分薪酬。而此时银行已经接受了300亿美元政府救助并且已经国有化。议会对接受英国政府救助的RBS和哈利法克斯银行（HBOS）高管薪酬计划都提出了批评。

英格兰银行行长默文·金婉拒了2008年涨薪50万美元，期望在英国树立银行家的榜样。摩根士丹利前高管大卫·沃克爵士在2009年7月写报告给政府，建议企业薪酬委员会按中上水平标准来考虑高管薪酬，并且高管薪酬应当公开。他还提议建立董事会委员会，确保高管不会承担过度风险。但有高管如此回应："风险是由企业高管者们每时每刻管理，而不是由非管理者按月去审核。"① 有些人认为以上建议与美国《萨班斯—奥克斯利法》相似，而此法在美国并不成功。

伦敦金融服务监管机构——金融服务局（FSA）警告那些反对在次贷危机期间实行多年固定奖金制的公司。FSA希望奖金与高管们计划承担的风险挂钩，意在要求英国最大的26家银行都按此执行。这是公司股东和高管利益的另一种分配方式。此前的改革多注重利用股票价格调整利益分配，使得期权形式薪酬日渐增多，从而引发企业经理操纵会计提升股价。次贷危机将改革者们的关注点从股价拉回到风险控制，这其实也是最早改革者的关注重点。其目的还是防止经理人承担过度的不确定性风险。

FSA随后提出建议，要求延迟发放2/3的奖金，并将奖金与团队业绩挂钩，而且FSA在2009年8月宣布，出于避免损害伦敦作为金融中心位置的考

① Patrick Jenkins and George Parker, " Bankers Rail Against Proposals in UK Government's Walker Review," *Financial Times* (London), July 17, 2009.

虑，暂缓将奖金与风险管理挂钩。不久，金融体系的各家银行就开始了争夺明星交易员的博弈。2009 年 8 月摩根大通向 FSA 投诉，巴克莱资本（BarCap）非常过分，通过提供高额薪酬，企图安抚摩根大通的优秀交易员团队。加入巴克莱资本的诱惑包括为 5 名交易员提供每年 5000 万美元的年薪及两年固定奖金。

规避风险的监管方式火遍全球。德国金融监管机构——德国联邦金融监管局（BaFin）在 2009 年 8 月宣布，禁止德国银行采取鼓励承担过度风险或鼓励关注短期所得的薪酬计划。BaFin 还要求全面提高对银行压力测试的重视程度，严格风险管理控制，呼吁赋予银行监事会更大的管控权力。2008 年 10 月，德国和瑞典对接受政府救助及担保银行高管的薪酬提出限制。德国这些银行高管的薪酬上限约为 67 万美元。

瑞士对银行薪酬限制采取了一种有意思的曲线方式。瑞士信贷集团用 50 亿美元不良资产组成一个资产池，来为公司的 2000 名高管发放 2008 年奖金。这种做法被称为“自食其果”奖金计划。根据 2009 年 8 月集团报告，此资产池价值升值 17%，到 2010 年 2 月升值 72%，由此证明这些资产在危机中被不当廉价出售。瑞信集团修改了薪酬计划，增加薪酬组成成分，奖金也分成现金和股权两种形式，股权按 4 年时间分配，且银行具有薪酬追索权。

法国总理弗朗索瓦・菲永建议银行在 2009 年不要发放太多奖金。之前银行已经同意在接受 280 亿美元政府救助的情况下，限制发放奖金，也禁止赠予股票期权。为避免承担过度风险，银行也同意将薪酬与盈利而不是与收入挂钩。奖金分 3 年发放，在首次奖金发放后，如果交易员此后两年内亏损，则不再发放接下来 2 年的奖金。但法国巴黎银行宣布 2009 年发放奖金 14 亿美元。这惹恼了总理，因为他们刚刚接受了 70 亿美元的政府救助。

法国的薪酬计划问题丛生。法国工人 2009 年 3 月绑架了 3M 工厂经理鲁克・罗斯莱，要求提高即将进行的裁员的离职费。法国的索尼工厂及卡特彼勒分部都发生了类似事件。法国总统尼古拉・萨科齐随后发誓说他不容许“绑架老板”的事再次发生，而工人们面对这一强势绑架了一个英国公司的经理。其他面临失业的工厂工人威胁说，除非提高离职费，不然就要炸掉厂房。

一家供应汽车配件的公司新法布莱斯（New Fabris）的工人将电缆与煤气罐连在一起，扬言除非从公司主要客户雷诺和标致雪铁龙得到4万美元离职费，不然就将其引爆。工人们之所以如此愤怒，是因为这两家汽车公司从法国政府得到了80亿美元的紧急救助资金，而且作为交换条件承诺不会大幅裁员。但这些承诺并没有包括为其提供配件的新法布莱斯这样的公司。

2009年3月，澳大利亚政府宣布将关注高管薪酬，修改公司法，超过一定水平的离职费用需要股东批准，限制过高的离职金。

第4节　触底

市场下滑

2009年3月2日全球股市一片哀鸿。道琼斯工业平均指数下挫299.66点，降至6763.29点，为自1997年来最低值。第二天，黄金价格降至912.90美元，但原油价格升至每桶41.65美元。奥巴马总统认为，“如果你注重长期愿景”，此时是投资者重新进入股市的好机会。[①] 后来证明这是个睿智的投资建议。

美联储和财政部宣布，将之前推出的2000亿美元定期资产担保证券贷款工具计划（TALF）增加到1万亿美元。这个计划使得银行、商业企业包括对冲基金都能获得具有担保的、无追索权的贷款。证券化产品包括信用卡债务、消费者贷款及AAA级学生贷款证券化后都可以作为贷款抵押。联想到评级机构在评判担保债务凭证（CDOs）上的失败而正备受质疑，让它们作为评判贷款抵押品质量的仲裁者似乎奇怪。此外，由于贷款不具有追索权，因此美联储要承担抵押品价值下降的所有风险（在确定贷款价值时，要求抵押品价值稍高于折扣后估值）。

这种估值的不一致引起了尼尔·巴洛夫斯基的注意，他之前为负责TARP

① Edmund L. Andrews and Jackie Calmes, “Fed Chairman Tacitly Backs Calls for Spending,” *New York Times*, March 4, 2009.

紧急救助定价的检察官。作为媒体所谓的“TARP 警察”，他在 2009 年 4 月提交给国会的报告中批评评级机构，认为事实证明评级机构的评级完全没有可信度。刚开始信用市场各方并没有对 TALF 计划表现出热情，也没有多少投资机构签署这样的贷款合约，因此计划重新做了修改，但还是没有引起过多关注。它们主要担心的是，如果通过此计划获得更多贷款，就像 AIG 的高管一样，又会受到媒体和国会的指责。

TALF 于 2009 年 3 月 19 日以 3 笔有意义的交易达成而启动。尼桑汽车公司和福特汽车信用公司售出超过 40 亿美元以汽车贷款担保的债券；花旗集团则以信用卡付款为担保，售出 30 亿美元债券。到 2009 年 7 月底，美联储通过 TALF 计划贷出的款项仅为 350 亿美元，只占计划（1 万亿美元）的很少一部分。然而，由于消费者应收账款证券化的快速启动，8 月的借出款项达到 770 亿美元。政府将 TALF 计划延迟至 2010 年 3 月 31 日。

美国国家金融服务公司（Countrywide）的一些前高管们遭到攻击和批评，因为他们成立了华地美（PennyMac），购买问题抵押贷款及止赎资产，或者将贷款进行重组而获得利益。在一笔交易中，华地美从黑石集团经理及高地资本对冲基金获得融资，以 4320 万美元的价格从 FDIC 购买 5.6 亿美元问题抵押贷款。FDIC 接管破产的内华达第一国民银行时接管了这些贷款。华地美购买这些贷款时，每美元的作价为 20 ~ 40 美分。

2009 年 3 月 5 日，道琼斯指数一年内已经下降了 25%。当天花旗集团股票的交易价不足 1 美元，根据规定，当个股股价低于 1 美元时，将停止上市交易，从而引发在纽约证券交易所（NYSE）交易暂停。前一天，穆迪宣布将 1000 亿美元抵押公司贷款债券列入负面信用监控并可能降级。列入信用监控名单的有 760 只债券的 3600 档，但信用评级最高的并不包括其中。

2009 年 3 月一项抽样调查显示，有 10% 的美国房主拖欠抵押贷款还款或者房产止赎。2009 年 3 月 4 日，奥巴马总统宣布一项新的计划，通过修改贷款条款或由房利美和房地美提供担保，帮助那些还款困难的房主。修改内容包括降低利率，最低至 2%。此计划不包括那些已经违约的抵押贷款，也不包括贷款超过房产价值 105% 的贷款，后来这一比率调整到 125%。据估计，有

1/9的房主符合以上条件，而纳税者预计将付出750亿美元成本。除此之外，政府还计划为住房证券化贷款无法正常还款的房主及借款付首付也就是附加贷款的房主提供更多帮助。

奥巴马总统意外地宣布考虑降低企业税率，但这一积极的信息马上就被另一项颇具争议的提案冲淡。提案请求允许破产法官在破产处理过程中，可以立即“强制性”地降低企业抵押贷款的本金及应付利息。这个提案曾得到国会民主党人的支持，也写入2008年TARP紧急救助国会法案，但为了争取得到参议院的批准，使法案得以通过，就删除了相关内容。

国外融资大潮四起。截至2009年3月，欧洲由政府担保、由银行发行的债券规模达到3670亿美元，到年底预计此类债券的发行规模还将增加6300亿美元。为支持处于患难中的政府，阿拉伯联合酋长国宣布从迪拜购买100亿美元债券。2009年2月，中国出口规模缩减25%。中国台湾工业生产下降43%，欧洲减少12%，巴西减少15%。经济学家们预测世界贸易减少9%。

欧洲央行将利率从2.0%下调到1.5%，英格兰银行2009年3月将利率下调至历史最低点0.5%。英国政府还宣布了一项总额为1050亿美元的银行贷款刺激计划。

来自市场的批评

2009年3月的第二个星期，商业信用市场再次面临冰封的态势。债权人担心他们会成为大公司违约的牺牲品。媒体和奥巴马政府都对经济形势表示担忧。有些权威人士认为3月道指会跌至“5000”，而20世纪90年代股市上行时的预计是36000。3月12日，《纽约时报》的头版文章认为，司法部正准备大规模起诉抵押贷款市场的参与机构，安然时代的幽灵重现。①

总统的高级经济顾问劳伦斯·萨默斯向《金融时报》陈述了自己的看法，他认为资本市场具有内在自稳定性的观点“遭到了痛击”。他否认政府干预抵

① David Segal, “Financial Fraud Rises as Target for Prosecutors,” *New York Times*, March 12, 2009.

押贷款市场引致危机。[1]《金融时报》还就“资本主义的未来”这一论题发表了系列文章，第一篇的文章的标题是“自掘坟墓的种子”。文章嘲弄里根时代放松管制，将次贷危机比作共产主义的没落，并准确预测危机将强化市场的政治性控制。[2]

美联储主席伯南克在2009年3月10日加入辩论，认为应当强化监管机构的权力，比如提高对银行的资本充足率要求、限制货币市场基金的投资、强化处理破产金融机构的权力。SEC紧随其后，也希望限制货币市场基金的投资，建议控制货币市场基金的投资风险，要求进一步提高投资流动性。其实，SEC已经在《投资公司法》第2a－7条的规定中对货币市场基金能够进行的投资做了相应规定，但规定没能阻止美国首要储备基金（Reserve Primary Fund，RPF）在2008年跌破本金并引发市场恐慌。按照SEC的最新建议，货币市场基金只能投资于最优质的产品，但问题是如何才能确定投资产品是否为优质，因为SEC已经建议不再以评级机构评级作为信用评估的标准。毫无疑问，评级机构已经暴露出信用评估的不可靠性，而且SEC也显然再次失信，因为在1990年为了解除人们对货币市场投资于商业票据的担心，SEC已经对《投资公司法》第2a－7条的规定做了修改，[3] 但美国首要储备基金还是由于投资于雷曼兄弟的商业票据而跌破了本金。

2009年3月，在伦敦举行的G20峰会上，奥巴马就面对国际金融危机应采取的措施与欧洲领导产生了分歧。美国政府希望提高支出以重启经济，但欧洲领导人更希望注重监管改革。日本支持美国的立场。当时欧盟国家的失业率已经接近10%。德国表示担心，流动性的大规模释放及奥巴马政府建议的支出提高计划会增加发生通胀的可能性。

捷克总理、欧盟轮值主席米雷克·托波拉内克2009年3月26日指责奥巴马应对次贷危机的计划是“走向毁灭之路”。他认为美国只是通过贸易保护主

---

① Edward Luce and Chrystia Freeland, "Summers Backs State Action," *Financial Times* (London), March 9, 2009.

② Martin Wolf, "Seeds of Its Own Destruction," *Financial Times* (London), March 9, 2009.

③ SEC, Revisions to Rules Regulating Money Market Funds, 55 Fed. Reg. 30239 (July 25, 1990).

义的方式，重复20世纪30年代无效的刺激经济的错误。其实，托波拉内克本人也处于困境之中。他领导的政府刚刚在本国信心投票中失利，他被迫在6个月的欧盟轮值主席的任期中辞职，欧盟主席的职位在欧盟国家中每半年轮换一次。

市场波动性

2009年3月9日，原油价格报收于每桶47.07美元。当天日本股市下降至26年前的水平。日本银行宣布将在2009年3月17日通过商业银行发行100亿美元次级债。有些交易还在进行，默克公司宣布为了提高药物研发的独立性、寻求更大发展及规避风险，以411亿美元的价格收购先灵葆雅公司。收购计划包括为10名先灵葆雅高管支付1.079亿美元的离职金。陶氏化学同一天宣布以153亿美元收购罗门哈斯。而本已拥有66%基因科技公司股权的罗氏集团，以470亿美元收购了其余的全部股权。

在花旗集团宣布1月和2月实现盈利，而且预计第一季度总体盈利之后，股票市场在2009年3月10日恢复活力。花旗集团之前连续5个季度共亏损370亿美元，这是一个转折点。消息宣布之后，道指也上涨379.44点，收于6926.49点。2009年3月12日，在有消息说2月零售额的下降低于预期之后，道指又上升239.66点。美洲银行也宣布不再需要更多的政府紧急救助，此举进一步提振了市场。2009年3月13日，这一周是自2008年11月以来股市表现最好的一周。股市从3月9日的12年来最低点，在这周接下来的几天内蹿升597点。2009年3月17日，原油报收价格稍低于每桶50美元，道指上涨178.73点，达到7395.70点。

2009年3月17日及18日美联储备忘录表示非常担心美国经济在2009年仍可能下滑。2009年3月18日，美联储宣布将购买最高额达3000亿美元的长期国库券，约7500亿美元担保抵押贷款债券及房利美、房地美发行的债券。这将使美联储在2009年前3个月购买房利美和房地美债券的规模达到1.25万亿美元。此消息的公布促使国库券收益率创1987年股市大崩溃以来的最大单日降幅。10年期国库券利率从3%下降至2.5%，30年固定抵押贷款

利率降至2.5%。道琼斯工业平均指数上升90.88点，上升至7486.58点，与2009年3月9日相比上涨14%。但美元兑欧元汇率下滑。

《华尔街日报》指出，美联储购买3000亿美元国库券损害了其与财政部的独立性。美联储这种独立性是美联储资深主席威廉·麦克切斯尼·马丁通过一系列谈判于1951年努力获得的。之前美联储与财政部步调一致，因此在二战期间能以低成本进行融资。[1] 1951年的协议允许美联储保持独立性，使其主要致力于通胀和失业问题。美联储2009年3月的举措似乎重蹈二战的覆辙，目的还是共同维护政府的低成本融资。美国的确需要资金储备。国会预算办公室在2009年3月预计，政府预算赤字将比政府之前公布的高出2.3万亿美元。

2009年3月26日的英国政府债拍卖7年来首次流标。而同一天美国财政部的拍卖竞标非常激烈，说明对美国国库券的需求仍然强劲。随着3月第三周政府紧急援助资金的规模持续扩大，黄金价格重新开始上涨。确实，为了能从金价上涨中获益，在私人住宅区有很多“黄金派对”。有意购买黄金者在派对上可以鉴定并从参与者那里购买珠宝。

2009年第一季度，政府财政收入平均急剧减少11.7%，而且呈持续下降态势。替代因丑闻下台的罗德·布拉戈耶维奇的伊利诺伊新任州长帕特里克奎因，计划增加50%的税收以弥补预算的不足。纽约、新泽西和马里兰都需要增加税收，平衡赤字。经过艰难的努力，加利福尼亚立法机构通过了增加税收的预算，但2009年5月20日举行的州投票中否决了提高税收方案。立法机构再次努力，终于在2009年7月21日通过了预算方案。但此前，州政府就已经弹尽粮绝，只能给债权人打白条，以“借据”作为担保代替现金。费城因为预算危机在7月已经无法支付账单。纽约市及纽约州在医疗补助计划上作假，同意赔付该系统5.4亿美元。其他问题包括州雇员养老保险计划缴费不足，SEC指控新泽西州虚报养老保险计划资金。与指控企业类似案件不同，SEC并没有对州政府进行罚款或施加其他惩罚措施，也没有公务人员因此

① "Secretary of the Fed," *Wall Street Journal*, March 20, 2009.

入狱。

政府干预

2009年3月23日财政部长蒂姆·盖特纳宣布从金融服务机构的账目上剥离1万亿美元问题资产(也称为“遗产”)。按照此公共—私营投资计划(PPIP),私营投资基金与财政部按1:1的比例购买CDOs,财政部会以优惠的条件以贷款的形式为私营投资机构提供额外资金。政府与投资者共同分享CDOs的投资回报。首笔政府投资将达5000亿美元,受此消息影响,道琼斯指数上升500点。

PPIP计划刚一宣布,便受到华尔街的热烈欢迎。但当政府表示直接干预管理那些接受计划资金的公司时,热情尽退。FDIC于2009年5月退出计划。有些银行计划用TARP资金去竞争它们自己的问题资产,但迟迟没有进展,如盖特纳所说,“投资者根本不愿意参加此计划”。2009年7月8日财政部宣布将计划规模缩减至300亿美元,并联合9家私营投资机构共同购买问题资产。到2009年9月底,仅有30亿美元来自私营投资机构的资金参与了此计划,到10月的第一周,这一数字提高到122.7亿美元。

从2008年1月到2009年3月,美国共有47家银行和储蓄机构破产。2009年3月24日美联储主席伯南克面见国会委员会,要求立法机构批准美联储像救助破产银行一样,将非银行性金融机构从水深火热中解救出来,为这些机构提供流动性。伯南克指出,由于权力缺失,美联储无法为AIG提供流动性,也无法阻止有关其高管薪酬带来的争议。国会在2010年授予美联储相应权限。

2009年3月27日,奥巴马总统在白宫会见15家大银行的负责人。有些银行告知总统希望退回之前接受的政府紧急救助资金。总统拒绝了这一请求,只有当正在进行的压力测试结果证明银行状况良好时才可以退回资金。参议院要求美联储公布那些在以上计划中获得贷款公司的名单及资金的去向。20世纪30年代这种信息的披露毁了复兴金融公司的贷款计划,但显然有些教训需要重复实践才能总结出来。

2009年3月底财政部报告，总额为7000亿美元的TARP还剩余1350亿美元。但2009年4月8日，财政部宣布将用TARP资金为保险公司提供融资，但没有公布细节及具体数额。之后，财政部批评总监察长允许保险公司购买小型储蓄机构以达到获得TARP资金的要求。盖特纳在2009年4月5日的一次访谈中说，作为接受TARP资金的条件，如果金融企业高管和董事们不能履行其职责，联邦政府将把他们赶下现有职位。

经济新闻

2009年3月26日道指收于7924.56点，与该月之前的最低点相比上涨幅度超过20%。一般来说，20%以上的增长就可看作是牛市的起点，但2009年第一季度道指收盘时下降13%，连续第六个季度下降。4月伊始，坏消息不断，3月零售下降1.7%，汽车销售也在下滑。3月耐用品销售下降0.8%，不过这一数字好于预期。2009年3月美国人口流动性持续下降，为1962年以来的最低水平，而当时的人口数仅为2009年的1/3。

2009年3月全国失业率为8.5%，但在有些地区失业率畸高，如加利福尼亚失业率为11.2%，俄勒冈失业率为12.1%，北卡罗来纳失业率为10.8%，南卡罗来纳失业率为11.4%。为了声援股市，奥巴马在2009年3月24日的新闻发布会上说，他“开始预见到经济的复苏”。但2009年第一季度经济下滑5.7%（后来调整到5.5%），虽然下滑数值小于预期，但有鉴于2008年第四季度经济下滑6.3%，情况仍不容乐观。这是60多年来美国历史上经济连续两个季度下滑最多的情况。尽管如此，经济学家们预计经济衰退将在2009年9月结束。

国外也麻烦不断。欧元区GDP和上一季度相比下降2.5%。日本第一季度经济产出为历史最低。第一季度全球范围内并购及收购（M&A）活动都有所减少，但证券承销额有所上升。加拿大的银行似乎恢复了活力并在美国寻找M&A的机会。美国公司由于资源方面受限，因此很少参与M&A，但仍有普尔迪（Pulte）以413亿美元收购桑达克斯（Centex），从而成为美国最大的房屋建造商。这宗收购被看作是积极的消息，因为其有助于减少过剩产能，

也预示着住房市场已经开始重构。KB Homes 公司将主要打造小户型、总价更低、人们更具购买力的住宅，尽管它在2009年第一季度仍然亏损，但亏损额小于预期。

2009年第一季度共有80万套住宅止赎，创下新的历史纪录。至此，有20%的抵押贷款住宅价值低于贷款额。联邦住房管理局（FHA）抵押贷款还款拖欠率上升。大约有10.2%的FHA抵押贷款拖欠还款6天以上。2009年2月FHA抵押贷款还款拖欠率为7.46%，这一数值在2008年2月为6.16%。2009年3月住宅销售下降3%。

3月底美国住房价格中间价为16.9万美元，比前一年下降14%。3月汽车销售下降37%，但最后一个星期销售额有所上升。3月制造业以较低的速度下行。2009年第一季度美国消费者银行储蓄余额增加2500亿美元。通常，储蓄额增加是积极信号，但在当时的情况下，也是消费者减少支出的标志，因此2009年3月零售业仍呈下降趋势。

2009年第一季度，商业地产证券化引起人们的关注。从2008年9月到2009年3月，贷款还款拖欠率增加了1倍，达到1.8%。2009年3月底企业贷款坏账率达到7.75%，而2008年3月此指标仅为4.1%。但2009年第一季度企业利润有所提高，这是连续6个季度下滑后的首次提高。

摩根大通2009年第一季度盈利21.4亿美元，并宣布向政府申请偿还250亿美元TARP资金，CEO杰米·戴蒙称救助金为“罪孽深重的印记”。2009年第一季度高盛实现盈利18.1亿美元并计划发行50亿美元新股。美洲银行第一季度报盈利42亿美元，其中多数来自美林。但当美洲银行宣布另外预留133亿美元给信用敞口亏损时，其股价开始下跌。问题资产规模上升，信用卡业务亏损达到17亿美元。

2009年第一季度花旗银行报盈利16亿美元，这是18个月以来的首次盈利，但公司核心部门仍然处于亏损状态。通用第一季度也实现了盈利，但仍处于困难之中。摩根士丹利第一季度出乎市场意料地亏损1.77亿美元，亏损额高于预期，上一季度亏损23亿美元，公司减少股息81%。

瑞银第一季度亏损18亿美元，瑞银成本压缩15%，其中的措施之一就是

裁员7500人。德意志银行第一季度盈利15.5亿美元，但因资本充足率存在隐忧，股价仍然下降。日本最大的经纪公司野村控股因交易损失及收购雷曼兄弟国际业务产生的成本，第一季度报损73亿美元。野村控股在纽约的影响力扩大。瑞士信贷出人意料地报告实现季度盈利17亿美元。

AIG第一季度持续第六个季度亏损，报损44亿美元。通用汽车报损60亿美元，福特报损14亿美元。2009年第一季度微软利润下降32%，是公司上市后利润下降幅度最大的一次。美国运通第一季度利润下降56%，但仍盈利4.37亿美元。伯克希尔·哈撒韦第一季度利润下降10%，报损15亿美元。CIT集团第一季度亏损4.38亿美元，连续第八个季度亏损，预计未来亏损额将会更高。

2009年第一季度联邦住宅贷款银行（FHLB）净收入减少51%。房利美第一季度亏损231.7亿美元并寻求增加190亿美元政府救助资金。第一季度房地美亏损98.5亿美元并另外需要61亿美元救助。2009年3月31日，财政部将其货币市场基金担保从2009年4月30日延迟至2009年9月18日，此时距上次延迟计划整整一年。

第5节 旭日重生

第二季度开启

G20会议于2009年4月1日愚人节如期在伦敦举行。无政府主义示威游行者袭击了英格兰银行并闯入了苏格兰皇家银行，最后被防暴警察驱散。总统奥巴马承认美国应当在一定程度上为全球范围内的金融危机负责，但并没有就大规模经济刺激计划与欧洲各国首脑取得实质性进展。欧洲领导人更注重加强行业监管。与会各国同意共同努力重构监管体系，有效防范系统性风险和审慎性风险。他们还表示改革公司高管的薪酬体系、强化公司责任、强化信用评级机构和对冲基金的监管、提高银行资本充足率要求。参会代表们通过了一系列加强金融市场监管的原则性条款。创建包括所有G20及欧盟委

员会的金融稳定委员会（FSB），替代现有的由主要金融中心国家监管者组成的金融稳定论坛。FSB 将和国际货币基金组织（IMF）共同合作预警宏观经济风险。

2009 年 4 月 2 日，欧洲中央银行下调利率至 1.25%，并且释放了进一步下调的信号。对于中央银行不能主导货币政策的国家，情况可能不同。由于美国财务会计标准委员会（FASB）宣布降低对银行公允价值的会计要求，以及一些积极消息的出现，当天道琼斯指数几乎攀升至 8000 点，但申报的失业率仍持续上升，写字间空置率达到 15.2%。401（K）账户的一个克莱斯勒稳定价值基金在 2009 年 4 月 2 日宣布其市值减少了 11%，这种基金设计之初是为了在不利的市场条件下也能获取收益。这一消息引发了人们对其他稳定基金的担忧，稳定基金的市场价值为 5200 亿美元。多数稳定基金在 2009 年 8 月的情况还比较稳定。

在 2009 年 4 月 3 日这一周即将结束的时候，道琼斯指数连续第四周上涨，收于 8017.59 点。此时，失业报告显示 3 月又减少工作岗位 66.3 万个，经济衰退期间共减少工作岗位 510 万个，失业率达到 8.5%，为 1983 年以来最高值。黄金价格受 G20 会议积极因素影响曾一度上升，在 2009 年 4 月 6 日又跌至每盎司 871.50 美元。

2009 年 4 月初，汇丰银行配股筹得 185 亿美元资金，创下配股发行的最高纪录。同月，瑞士再保险公司宣布减少 1000 个工作岗位，大约占其全部雇员人数的 10%。尽管与上一年相比，银行手里的资金支出增加了 2 倍，但 2009 年 3 月和 4 月银行的贷款额增长缓慢。伯克希尔·哈撒韦在 2009 年 4 月 8 日遭到穆迪降级，失去了 3A 的信用等级。其实在一个月前，惠誉就已经因为其巨额的未对冲风险敞口对其进行了降级。4 月的第二周，有一些好消息传出，批发商品库存在 2009 年 3 月已经实现连续 6 个月递减。

德国在 2009 年 4 月 9 日宣布将购买裕宝地产集团的所有股份。集团的最大股东是美国的一家证券公司——克里斯托弗·弗洛尔斯，他们持有裕宝地产集团 21.7% 的股份。西班牙的失业率升至 17.4%，引发人们对其经济状况的担忧。2009 年第一季度英国经济状况收缩至 30 年来最严重的程度，而且第

二季度也没有好转。中国香港政府在 2009 年 4 月表态说，预计这将是自二战结束以来最不景气的一年。中国经济在 5850 亿美元刺激计划的帮助下，还会持续增长。俄罗斯经济也会有所增长。日本在 2009 年 4 月 9 日宣布了一个 1546 亿美元的经济刺激计划，以便拉动长期停滞的日本经济。

2009 年 4 月 9 日，道琼斯工业平均指数上升 246.27 点，收于 8083.38 点。这主要是来自远超预期的富国银行的鼓舞，其旗下的美联银行业绩不菲，富国银行 2009 年第一季度报盈利 30 亿美元，净收入增长 50%。与此同时，坏消息也充斥市场，2009 年 4 月 11 日这一周，美国领取失业救济金的人数超过 610 万人。因无法为即将到期的 33 亿美元债务进行再融资，美国排名第二、拥有 200 个购物中心的商界巨头通用增长地产公司（General Growth Properties，GGP）在 4 月中旬宣布破产。

标普在 2009 年 4 月做的一项研究估计，45% 的私营机构发行的次级债都将无果而终。次优级债总额为 7450 亿美元，占 31%；次级债总额为 4060 亿美元，占 7%。2009 年 4 月财政部拨付 100 亿美元左右的资金给花旗集团、摩根大通和其他抵押贷款机构，用于抵押贷款重置修改。与上一年相比，2009 年 4 月抵押贷款再融资增加了 2 倍。

TARP 监管人员

2009 年 4 月 13 日，奥巴马总统任命房利美 CEO 赫尔布·奥利森为金融稳定办公室主任，负责 TARP 的实施。房地美的 CEO 大卫·墨菲特已于 3 月辞职，直到 2009 年 7 月才由前共同基金高管查尔斯·霍尔德曼继任。这样使得房利美和房地美在一段时间内都处于 CEO 缺任状态。主要是关于金融公司高管奖金问题及政府对接受资金救助公司干预问题的争议，使得政府没能及时安排这些人选。国会对公司高管们的非难使问题更加复杂。比 CEO 人选更难的是 CFO，因为一旦公司出现问题，第一个进监狱的就是他们了。出于同样的原因，金融机构对于接受更多的政府救助也变得谨慎。

媒体上有关负责监管 TARP 救助资金的总检察官尼尔·巴罗夫斯基的传闻使情况更加糟糕。媒体将他形容为“TARP 警察”，尼尔 2009 年 4 月调查是

否有银行重新修改账目以符合接受 TARP 资金的要求。高盛在开始时并没有申请救助资金，现在寻求偿还政府的 TARP 资金。

2009 年 4 月 15 日是金融市场的好日子。道琼斯指数突破 8000 点，有两家公司 IPO，垃圾债券市场也重现生机。4 月垃圾债券等级借款者的借款成本下降，使得许多新的垃圾债券发行。但股票市场波动依然。4 月 20 日，道琼斯指数下跌 289 点，下探至 8000 点以下，结束了 6 个星期的市场重振。当天原油价格降至每桶 45.88 美元。

2009 年 4 月 22 日，IMF 发布了不甚乐观的声明，认为全球正处于自大萧条以来最严重的经济衰退。IMF 预计全球经济 2009 年将增长 -1.3%，2010 年也仅有缓慢的增长。经合组织（OECD）则预计世界经济增长 -2.75%。欧洲预计经济增长 -4%，美国预计增长 -2.8%。

欧盟批准英国政府提供 725 亿美元资金给银行，作为担保来发放贷款并以 CDOs 的形式进行证券化。2009 年 4 月 23 日欧盟还批准了监管信用评级机构的条款，要求评级机构公开评级方法，区别性对待复杂的金融产品评级，至少增加两名独立董事。

2009 年 4 月末意大利政府接管了瑞士联合银行、摩根大通、德意志银行和多法（Defa）总共 3 亿美元资产，米兰的检察官指控这些机构结合掉期，对 22 亿美元的市政债券进行了再融资，这些银行获利 1.3 亿美元。根据意大利的法律，市政债券再融资的条件是要带来储蓄。

2009 年 4 月的最后一个星期，美国申报失业的人数有所下降。申报失业数从 3 月的 70.8 万人下降到 4 月的 49.1 万人。4 月的失业率是 8.9%，美联储主席伯南克对此提出质疑，认为可能达到 10%。2009 年 4 月制造业生产活动仍然萧条，但下行速度放缓，消费者信心有所提升。实际上，耐用品订单在 4 月增加了 1.9%。当月世界大企业联合会先导指标指数上升了 1%，但零售业销售额与上一年相比下降了 0.4%。第一资本金融公司报告的 4 月信用卡业务亏损增多。

2009 年 4 月与 3 月相比，新建住房开工量下降了 12.8%，这是自 1959 年以来的最低值，但也有好消息，独院住宅 4 月开工量增加了 2.8%。此外，存

量住房销售上涨2.9%。由于利率下降，抵押贷款再融资增加，预计能够为贷款的房主省下180亿美元。货币市场指标还是处于历史低点。

2009年4月30日，道琼斯指数上升168.78点，收于8185.73点，当月上升7%。股票市场与2009年3月的最低点相比上涨了34%。在前4个月，对冲基金平均上涨4.2%。商业投资仍然乏力。股票经纪人纷纷离场，在2009年前4个月，有超过1.16万名经纪人放弃注册。此前经纪人退出的最高纪录出现在2002年，全年有1.15万名经纪人退出。

国会通过了总额为35000亿美元的2010年财政年度预算，但参议院阻止通过法律允许法官修改（武断决定）止赎的贷款价值。4月丧失抵押品赎回权的房产数上升至34.2万个，自2008年4月以来上升了32%。大约30%的居民住宅价值低于抵押贷款额。任选还款额贷款，也就是借款人自由选择月还款额的贷款，还款拖欠率大幅增加，这种贷款大约有37%拖欠还款，约20%已经丧失抵押品赎回权。与之相比，一般贷款条款的次级贷款的还款拖欠率为34%，丧失抵押品赎回权的比例为14.5%。

由富国银行接管的美联银行在账目上有1150亿美元属于任选还款额贷款。摩根大通也因接管华盛顿共同基金而持有400亿美元这种贷款。联邦住房管理局为了支持次级贷款市场，其担保的新增贷款比例从2006年的2%上升至33%。到2009年5月，差不多20%由它们担保的次级贷款遭到拖欠或者违约。

TARP基金

对接受政府TARP资金银行的调查结果表明，有80%以上的银行将部分资金用于贷款，40%以上的银行用于补充资本金，30%以上的银行将资金用于投资和并购。政府对美洲银行压力测试的结果在2007年5月7日公布。美洲银行需要增补339亿美元资本金，富国银行需要增补137亿美元，通用汽车金融服务公司需要增补115亿美元，花旗集团需要增补55亿美元，摩根士丹利需要增补18亿美元。不需要增补资本金的机构包括摩根大通、高盛、纽约梅隆银行和美国运通。

批评者们指出，在受测银行的要求下，政府已经降低了压力测试的程度，其中就包括允许银行按照现金流而不是按市场价值来对问题 CDOs 产品进行估值。尽管有批评的声音，但测试结果还是提振了市场对金融机构的信心。测试结果公布之后，道琼斯指数上升至 8512.28 点。高盛、摩根大通、摩根士丹利、纽约梅隆银行、道富银行和美国合众银行等多家投资银行正式向政府表达了它们希望偿还 TARP 资金的意愿。

摩根士丹利迅速响应政府的要求，在 2009 年 5 月 20 日增加资本金 92 亿美元。富国银行在 6 月 1 日也增加了 75 亿美元证券。美洲银行在 5 月 12 日出售其持有的中国建设银行股份，增资 73 亿美元。新加坡主权财富基金淡马锡控股公司在接受美洲银行救助之前，曾投资 60 亿美元于美林股权，现在用其在美林的股权换得 3.8% 的美洲银行股份。淡马锡控股公司在 2009 年 5 月出售了这部分股权，估计损失为 20 亿美元，但通过这一操作，美洲银行在 5 月和 6 月初筹得大约 330 亿美元资金。

2009 年 5 月，美洲银行宣布将新增 6000 个雇员处理利率下调引起的一大拨抵押贷款再融资业务，5 月中旬 30 年固定利率抵押贷款利率已经在 5% 以下了。当时需要剔除无审批文件或审批文件不足的贷款，信用要求收紧，这样就需要更多的人手进行贷款申请审核工作。来自政府的压力使得美洲银行解聘了公司风险控制负责人艾米·伍兹，同时有 4 名董事会董事辞职，由具有丰富银行业经验的人继任，作为时代的反映，其中的两名新董事此前是银行业监管人员。

政府在 2009 年 6 月 1 日重启 TARP 基金分配，要求申请资金的银行，无论之前的压力测试结果是否要求增加资本金，都必须向私营投资者筹款以增加资本金。摩根大通和美国运通表示反对，因为这两家银行都通过了政府的压力测试。然而，银行监管机构还是坚持要求它们证明其增加融资的能力，因此这两家银行发行了新的证券。摩根大通融资 50 亿美元，美国运通融资 5 亿美元。排名前 19 位的大型银行在 2009 年 5 月到 6 月初共增加资本金 850 亿美元。

花旗集团在 5 月 20 日融资 55 亿美元，以满足压力测试增资的要求。迫于

政府的压力，花旗集团在 2007 年 7 月 9 日对管理人员两次进行重组。在公司任职多年、到任仅 4 个月的花旗集团第五任 CFO 爱德华·凯利，由于政府对他的工作不满而被免职。花旗集团仍在与政府抗争，其控股的股价已经跌了 84%，银行高管们采取提高基本薪资 50%，或者是向雇员大量增发股票期权的策略规避政府制定的薪酬上限。花旗集团不得不与政府共同持有公司股份，政府在 2009 年 6 月已经购入 34% 的集团股份。摩根大通和美洲银行也寻求在不触发政治风暴的条件下提高雇员薪资的方法。

政府不断地强行干预接受 TARP 资金救助的金融机构的管理事务。联邦存款保险公司（FDIC）主席希拉·贝尔向花旗集团施加压力使之进行高管重组，并且试图对其施行更多的监管措施。她希望用商业银行的人选替代具有投资银行背景的花旗集团 CEO 潘迪特。但美联储和财政部倒没觉得有这个必要。贝尔还试图降低花旗集团的监管方面的评级，使得花旗集团在融资时延迟将优先股转换成普通股。贝尔此举仍然没有成功，转股在 2009 年 6 月得以向前推进。不过，监管机构确实迫使花旗集团聘请外部顾问来决定现有管理团队是否有能力领导银行。

摩根大通、摩根士丹利、纽约梅隆银行、高盛、合众银行、美国运通和 BB&T 等 10 家银行在 2009 年 6 月 9 日获准向财政部偿还 TARP 资金。据说，这 10 家银行共偿还了 683 亿美元，而政府向金融机构的注资总额为 2394 亿美元。政府从这 10 家银行获得的红利是 18 亿美元。

作为获得资金的条件，政府预计还将从为这些银行进行担保中获利约 40 亿美元。银行偿还救助资金并且回购（赎回）这些担保，但财政部的开价高得离谱。此举使银行颇为不满，有些银行之所以接受 TARP 资金，是因为财政部要求它们那样做，以避免像花旗集团等真正需要资金的银行被标记为缺资金的机构。摩根大通 CEO 杰米·戴蒙说他们银行“没有要求，也没有意愿，更不需要 TARP 资金”[①]。实际上，摩根大通 9 月通过在私营市场上发行股票筹资 110 亿美元。

---

① Patricia Crisafulli, *The House of Dimon*, p. 6.

2009年8月，摩根士丹利从政府手中回购9.5亿美元担保，救助资金为100亿美元，共付给政府12.7亿美元作为回报，年回报率大约为20%。高盛回购11亿美元的担保，纽约梅隆银行付给政府1.36亿美元回购担保。

经济复苏的萌芽

欧洲的五月庆祝演变成了大规模的经济抗议示威，有成千上万的参与者。大多数抗议者保持平和冷静，而且抗议也是情有可原的。在过去的12个月里，欧元区工业生产已经下降了20%。5月标普将英国列为信用监控对象，这意味着由于经济问题，英国AAA国家信用等级受到了挑战。此举使英国债务价格迅速下降，融资成本上升。新兴市场卷土重来，与2009年3月的低迷状态相比，在5月初上升了50%。

银行收紧信用借贷的条件，而这往往是遭遇流动性困难企业的最后一线希望。美国在2009年5月4日发行了约100亿美元TALF债券。美联储在5月设计了一个贷款计划，用来帮助商业地产公司贷款融资。贷款期限最多5年，可以用来购买用商业地产抵押的债券。此时出手援助大有必要。商业抵押贷款的违约数量在2009年前4个月已经增加了4倍，违约总价值从46亿美元上升到237亿美元。标普在2009年7月进行的一些信用评级前后矛盾，使商业抵押贷款市场一头雾水。刚开始标普给出的评级是3A级，然后降级，接着又回到原来的3A级。评级公司解释说是评级标准变化使得评级结果不同。

5月初，寻找新工作的人数有所下降，生产率有所上升，原油价格再一次上涨，在2009年5月8日达到每桶58.63美元。政府在2009年5月报告说预算赤字又增加了900亿美元，预算赤字总额为18000亿美元。有研究证明，医疗保障基金在2017年将会枯竭，比之前预测的提早两年。社会基本保障体系预计在2037年崩溃，比一年前预测的提早4年。联邦政府当年已经在医疗保障和社会基本保障方面投资10000亿美元，占2008年预算总额的1/3。

欧洲中央银行总裁让·克洛德·特里谢在2009年5月11日代表全球的各中央银行发表讲话说，除了美国，世界经济下行已经在3月见底。但美联储主席伯南克在2009年5月5日面对国会的证词中说，对世界经济回暖表示谨

慎的乐观。伯南克表示说，美联储看到有经济增长的“绿芽萌发”，全世界都听到了这一表态。后来，美国国家经济研究局在 2010 年认为，实际上大萧条在 2009 年 6 月就已经结束了。世界经济已经开始复苏，但美国国会 2 月的刺激计划并没有对经济复苏起到应有的帮助作用。此计划中大约 450 亿美元分给各州用于医疗补助及失业补助，只有 110 亿美元用于“立即就可以开工”的高速公路项目，而这本应当是经济复苏刺激计划的核心，当时刺激计划并没有创造多少新的就业机会。

抗争的持续

2009 年 5 月，新的信用卡相关法律通过，信用卡公司只限于对现有透支余额提高利率，信用卡公司须进一步透明收费。法律禁止对超过透支额的信用卡持有人进行自动扣费，对此，公司应提醒持有人超额透支及相应收取的费用，在此基础上持卡人能够决定是否还要使用这张卡片。这项法律主要针对对次级信用卡持有人的高额收费。尽管共和党人为了能够通过法律，要求此法律附加允许携带武器进入国家公园的条款，奥巴马总统还是签署通过了。对此，花旗集团在法律 2010 年生效前，迅速提高了收费标准。到 2009 年 11 月，花旗银行对透支信用卡余额收取 29.99% 的利息。美洲银行也宣布取消免费查询服务以弥补此法律引起的收入损失。看来，此法律的效果适得其反，持卡人的费用不降反升。有关消费者赔偿的条款可能引发消费者对信用卡公司更多的索赔，两家大型信用卡巨头因此更为谨慎自保。看来此法律的推出不合时宜，因为当时失业率上升、经济衰退加深的大环境使信用卡公司正面临着信用卡违约率上升的风险。

2009 年 5 月 21 日，佛罗里达联合银行破产，FDIC 的损失约为 49 亿美元。这是 2009 年倒闭的第 34 家银行，2008 年共有 25 家银行倒闭。在 FDIC 的安排下，联合银行资产被出售给凯雷集团和黑石集团等私募股权投资机构，这些机构共投入 9 亿美元来接管联合银行资产。FDIC 承担联合银行 40 亿美元损失中的 80% 作为门槛，超过此门槛损失的 95% 由 FDIC 承担。FDIC 在 2009 年 5 月 22 日提高了大银行的收费标准，以增加 56 亿美元保险基金。此举遭到

大银行的反对，它们认为小银行的倒闭使得 FDIC 的保险基金枯竭，不应该由它们来承担责任。但 FDIC 的总裁希拉·贝尔对反对声置之不理，她认为大银行通过 TARP 得到了来自纳税人的巨额注资，就应当承担此责。

2009 年 5 月 26 日，紧随消费者信心指数 8 个月来首次上升的报告之后，道琼斯平均工业指数上涨至 8473. 49 点。此时，道琼斯指数比 3 月的最低点已经上升了 30%，但从全年数值来看，仍然下降了 3. 5%。对冲基金在 2009 年 5 月总体上获得 5% 的收益。5 月宝马汽车销售与前一年相比减少了 18%，奔驰则减少了 12%。原油价格为每桶 62. 45 美元。2 年期和 10 年期国库券的收益率曲线价差在 5 月 27 日提高到 2. 75%，为历史最高。

2009 年 5 月，非农行业减少 34. 5 万个工作岗位，使失业率上升至 9. 4%，为 26 年以来失业率的最高值，但这个月是 2008 年 9 月以来按月计算的工作机会减少最小的月份，实际上，有些州就业率有所上升。尽管美联储黄皮书报告称 4 月和 5 月经济状况进一步疲软，但从经济发展趋势看似乎已经见底。5 月新建住房价格稳定，耐用品订单有所增加。

德勤会计师事务所对全球排名前 100 家最大金融机构的调查结果在 6 月公布，许多金融机构并没有对风险管理进行更加严格的控制。40% 以上的机构并没有对融资组合的结构进行风险测试。2009 年 6 月 2 日，德国总理安吉拉·默克尔指责美国和欧洲中央银行，说它们为下一次金融危机埋下了隐患。第二天，美联储主席伯南克警告说正在不断增长的巨额预算赤字给经济带来了危机。

2009 年 6 月 1 日，通用公司宣告破产，退出道琼斯工业平均指数。政府对公司进行紧急救助并指定"汽车沙皇"对公司进行重组，由政府和工会接管大部分公司股份。与此同时，花旗集团也被逐出了道琼斯工业平均指数，这两家公司在道琼斯指数体系中由旅行者和思科替代。2009 年 6 月，汽车企业状况有所好转，销售额下降 28%。当然，下降比率比较大，但还是 5 个月内最少的。

2009 年 6 月 9 日，汽车零件贸易协会向联邦政府申请为其成员提供 80 亿美元担保。稍后，7 月，养老金福利担保公司接管了破产汽车零件企业德尔福

公司养老基金的 62 亿美元债务责任。德尔福养老计划的总赤字是 335 亿美元，公司将剩余的资产出售给了债权人和通用公司。2009 年 6 月 5 日，原油价格每桶超过 70 美元，这给汽车产业也带来了新的不确定性。

2009 年 6 月 10 日，30 年固定利率抵押贷款的平均利率升至 5.79%。此利率从 5 月底低于 5% 的水平升到现在的高度，使得原来计划的再融资减少了一半。政府支持企业承担了大部分新增的抵押贷款风险。政府国民抵押贷款协会（吉利美）在 6 月发行了创纪录的 430 亿美元抵押贷款担保债券。联邦住房管理局（FHA）担保的抵押贷款违约率达到 7%，拖欠还款比例上升到 13%。FHA 担保的抵押贷款总额为 5600 亿美元，是 3 年前的 4 倍。

2009 年 6 月 12 日，道琼斯指数升至 8799.26 点，呈现上升趋势。但 6 月 16 日，道琼斯指数又下跌 187.13 点，重回下降通道。股票市场的上升带来了“反向转换”，也就是说，当股价下降至既定水平时，高回报率的债券就转换成股票。这种证券在 2008 年股市下行时遭受了巨额损失。金融工程师们希望通过创建特别金融工具改进竞价证券市场的缺陷，在指定时间内竞价失败时要求借款方返还证券本金。

高盛同意因次级证券索赔，偿付 600 亿美元给马萨诸塞州。其中，有 500 亿美元用于减少次级贷款证券化的本金。KB Homes 损失下降并宣布公司 2009 年 6 月的住房销售额上升。此公司股价在次贷危机期间下降了约 70%。2009 年 7 月 1 日公司被迫与司法部达成推迟起诉和解，公司承认在住房销售中收取不合理费用，并搭配作为预付款的“礼品”给抵押贷款购房者，如果不要礼品，房价就会提高。KB Homes 同意支付 5000 万美元赔偿金给房主。

OECD 在 2009 年 6 月 24 日认为，世界经济衰退已经触底，此类报告已经数目众多。但就在当天，欧洲中央银行还采取了刺激措施，向欧洲银行注资 6220 亿欧元。同时，美联储表态说，美国经济恢复似乎还要假以时日，美联储在未来的一段时间仍将维持零利率。美联储还表示将继续通过买入 3000 亿美元国库券增加金融系统的流动性并压低利率。美联储买入了 12500 亿美元抵押贷款债券，但并没有再扩大购入规模。

第二季度，GDP 缩减 1%，比预计的要少得多。消费者储蓄水平居 1993

年以来最高值，意味着消费者需求仍处于休眠状态，但消费者信心指数已经连续5个月呈上升趋势。截至2009年7月2日，失业率仍处于9.5%高位。至此，次贷危机已经造成了650万个工作岗位的减少。此消息一出，道琼斯指数应声下跌223.32点。劳动力市场的消息确实让人不安，申领失业补助的人数连续20多个星期超过60万人，就业状况是近50年来最糟糕的。前15家大银行第二季度的贷款额下降2.8%。

2009年6月30日，有流氓交易商扰乱了原油市场，原油价格每桶推高2美元以上。交易者最后被认定是著名大型石油经纪商PVM公司的史蒂夫·珀金斯，他的举动使公司损失1000万美元。还有一个出乎意料的事件：意大利当局逮捕了两名日本人，他们将1340亿美元美国国库券放在行李箱的活底层中，试图将其走私到瑞士，最后查明国库券系伪造品。

2009年6月，新建住房开工量连续第三个月增长，当月新建住房销售利润为8年来最高，但此数值和前一年6月相比仍减少了21%。销售增长的主要原因是低价。第二季度末公寓住宅空置率达到22%。美国著名豪宅开发商托尔兄弟宣布，可调整利率的进入将使贷款利率低至3.75%，在7年后利率调整至伦敦同业拆放利率（LIBOR）再加上个275基点，最高利率不超过8.75%。

有为数众多的大公司高管们在2009年的夏季卖掉了公司的股票，这既是对市场悲观的表现，也是在市场回转时套现的行为。投资银行想方设法减少处于加强监管范围的资本规模，一种办法就是通过证券化将资产剥离出银行的资产负债表（以前似乎没有银行这样做过），但剥离的资产往往是多个银行的资产聚集到一起再进行投资。

高盛开发了一个与英国相似的资产工具，资金由私营机构筹集，但由政府为银行资产进行担保。英国银行因政府项目成本高而避开政府项目。2009年7月，次级贷款证券使得大量低价出售的、丧失赎回权的次级贷款抵押品住房充斥市场，出售的证券化资产比银行抵押的住房价值要多好几倍，而售出的价格远低于银行可以接受的价格。证券化的抵押品也使得贷款无法再进行调整修改，因为贷款条款修改后的住房就丧失了赎回权。

调整修改贷款合同的进度远远落后于预期。到7月只有20万份贷款合同按照政府的计划进行了修改。2009年7月，奥巴马总统会见了很多贷款机构，促使它们加快修改贷款合同的步伐。财政部长盖特纳及住房和城市发展局主席肖恩·多诺万在7月28日召集25家大型贷款机构开会，劝说它们尽快修改贷款合同。丧失抵押品赎回权的住房数量从2005年的80万个上升至每年350万个。《纽约时报》头版发文认为贷款合同进展缓慢是因为贷款发放机构的拖欠还款数量巨大。[①] 而奥巴马政府在11月宣布，符合居者有其屋计划条件的65万个住宅中的1/5都从贷款合同修改中受益。修改合同的代价不菲，房利美2009年第三季度因修改合同损失77亿美元。其实，到10月初，只有11.6万个合同按照计划进行了修改，此计划就是现在所说的住房可偿付再融资计划（HARP）。

到2009年末，商业贷款违约率持续上升，违约总额达到300亿美元。花旗集团的破产使政府损失了23亿美元TARP资金，也使得预计救助资金的损失总额达到1170亿美元。令人惊奇的是，此数字恰巧与20世纪80年代储贷危机中的损失额大致相同，但次贷危机期间救助的成本降至2010年4月的890亿美元。救助损失集中于房地美、房利美、AIG、汽车产业及修改贷款合同几个方面。接受TARP资金的社区小银行存在还款困难。破产的帕克街银行CEO安东尼奇被诉企图骗取1100万美元TARP资金。

到2010年2月，银行已经偿还了1730亿美元TARP资金，而联邦政府也从中获利100亿美元。政府从减持的20%花旗集团股份中又获利13.2亿美元，减持后仍持股22%。之后政府在2010年7月再次减持股份，使获利总额达到20亿美元，此次减持后持股18%。

2009年7月10日，奥巴马政府承认在执行数月前国会批准的大规模经济刺激计划中行动迟缓，但财政部长盖纳3天后在伦敦称经济已释放积极信号，已不需要再施行刺激计划。值得一提的是，至此，美国联邦预算赤字首次达到10000亿美元，而且预计到年底前将翻倍。然而，次贷危机最严重的时日

---

① Peter S. Goodman, "Late - Fee Profits May Trump Plan to Modify Loans," *New York Times*, July 30, 2009.

似乎已经过去。7 月美联储会议纪要显示出对经济回暖的乐观，但同时对失业率长时间居高不下表示担忧。事实证明，这种担忧是有道理的，2009 年 7 月有 15 个州的失业率超过了 10%。

2009 年 7 月 14 日，高盛公布了第二季度报告，盈利 34.4 亿美元，这个数字比公司 2008 年全年的盈利还要高，并且是公司有史以来最高的盈利纪录。高盛年底计划发给员工的 114 亿美元奖金成为了导火索。这一资金计划引发了国会的再次震怒。好几个国会议员要求美联储考虑对高盛的监管是否过于温和、高盛是不是从事过高风险的业务才会实现这样的盈利。

摩根大通第二季度报盈利 27 亿美元，比 2008 年同一季度增加 36%。其他金融机构也报告了大规模盈利，一是来自于再融资，二是前一年由于恐慌引起了账目减记，现在抵押贷款资产组合价值得到了重新体现。黑石集团由于管理政府接管的贝尔斯登和 AIG 问题资产而获利颇丰，但有关黑石集团向养老金权益担保公司（Pension Benefit Guaranty Corporation，PBGC）总裁查尔斯·米勒德示好以获得业务的丑闻被披露出来。黑石和高盛都希望能够获准管理超过 15 亿美元的 PBGC 资金。它们之间达成了合同，但在合同执行之前，当有消息披露出 PBGC 在像丽嘉酒店这样豪华的地方招待米勒德后，合同被撤销。

2009 年 7 月 16 日，有媒体报道说，美洲银行和花旗银行都与 FDIC 达成了秘密协议，通过改革董事会和增强风险控制来加强公司治理。花旗集团曾通过对公司管理的独立研究来满足监管机构的要求。在 2009 年 10 月完成的这一研究认为，除极少数人员外，花旗集团的经理们都被认为是非常称职的管理者。FDIC 对这一研究采取的方法持怀疑态度。与此同时，大型银行为吸引高产出的债券及其他产品销售人员，付出了数百万美元。虽然以上两家银行在第二季度都实现了盈利，但这种盈利只是一次性时点的盈利。美洲银行警示说，衰退带来的消费减少使得经济困境还会持续。

2009 年 7 月 10 日，道琼斯指数下跌至 8146.52 点，但 7 月 13 日重新站上 8331.68 点。原油价格每桶下探至稍低于 60 美元。在数个公司报告第二季度实现盈利之后，道琼斯指数重回上升轨道，7 月 17 日报收于 8743.94 点。

但通用公司因持续受累于其金融业务部门，收入比上一年减少了49%。信用卡拖欠率有所下降，7月向美联储申请的贷款减少，预示着信用市场有所回暖。

第6节 经济复苏之路

艰难之路

面对国会的质询，美联储主席伯南克在2009年7月21日认为经济状况呈持续回暖迹象。但鉴于失业率仍处于高位，美联储会将利率保持在现有低水平状态。他还在《华尔街日报》的专栏撰文说，美联储会密切监控低利率可能引起的通胀及低息货币。伯南克同时利用机会展开公关活动，为美联储对大型银行的救助进行辩护。在密苏里州堪萨斯城市政厅的一次会议上，伯南克说他是被“牵着鼻子”进行救助的，对于那些“疯狂下赌”的金融机构尤其如此，但这样做也是出于避免整个金融体系崩溃的考虑。

2009年7月24日，得克萨斯州的金融集团（Guaranty financial Group）宣布将重新报告公司会计账目报表，进行大规模减记。公司对是否能持续经营表示担心。微软在7月公布公司首次财政年度亏损。通用汽车销售额连续6个季度下降。福特销售额有所上升，公司甚至报告盈利。2009年7月23日，亚马逊和3M等公司的第二季度收入报告持续好于预期，道琼斯指数攀升至9000点。住房市场也显现出更多积极的迹象。

国际金融机构的表现参差不齐。野村控股公司财政年度亏损74.5亿美元，公司在并购雷曼兄弟业务重组方面仍困难重重。德意志银行第二季度报告收入增长68%。汇丰控股第二季度突破分析家的预测，报盈利33.5亿美元。巴克莱银行的利润与汇丰控股不相上下。而瑞士联合银行此季度报损13亿美元，劳埃德银行前两个季度亏损68亿美元，但报告说情况正在好转。在德国，德国商业银行持续亏损，第二季度亏损18亿美元。苏格兰皇家银行2009年前6个月报告亏损17亿美元。瑞士信贷第二季度报告收入增长29%。

伯克希尔·哈撒韦公司第一季度亏损15亿美元，而第二季度盈利33亿美元。AIG在两年内首次出现盈利，不过盈利主要来自会计方面的改变和估值的调整。建筑商桑达克斯和普尔特的会计报告好坏掺杂。这两家公司原计划合并，合并后将成为美国最大的住宅建筑商。对冲基金在2009年上半年表现尚佳，与前一年相比平均收益提高12.14%。

摩根士丹利在2009年7月22日公布了令人失望的收入报告，第二季度亏损1.59亿美元，连续第三个季度亏损。与高盛不同，摩根士丹利采取的是政府和公司改革者所倡导的风险规避型方法。富国银行此季度盈利31.7亿美元，但与前一年相比，不良抵押贷款数量增加了45%，总额达183美元。美国运通公司与前一年相比，收入减少48%。

2009年7月27日，美洲银行宣布关闭公司6100个分支机构的10%。花旗集团另类投资部门有两个对冲基金出现了问题：有一只34亿美元的基金在多笔交易未能实现后，被投资者冻结，联席主管辞职；另外一只花旗集团有关可持续发展计划的基金没有吸引到任何投资者。

美联储和财政部与数百家银行达成谅解备忘录，也就是非公开的协议，要求银行采取增加资本、强化管理等矫正性措施。这进一步反映了政府监管机构接管大型银行诸多管理职能的事实。花旗集团按照政府的指令对董事会董事进行重组，在2009年7月24日新增3名董事。

7月的最后一周，财政部发行2000亿美元国债，为政府支出筹资。据估计，FDIC为金融机构发行债券提供担保，此举为金融机构节省了约240亿美元无此担保时的利息成本。银行也从与美联储的交易中获利颇丰，预计2009年银行收取的消费者透支费用将超过380亿美元。但随后，美联储对透支收费进行了限制，要求银行在收费前告知消费者并得到后者认可。美联储还建议对零售礼品卡的收费及有效期等进行限制。

拨云见日

7月即将结束的时候，好消息传来。受住宅销售大幅上升的鼓舞，道琼斯指数在2009年7月27日超过了9100点。2009年7月28日的报道指出，住房

价格在2009年4月至5月之间出现上涨，这是34个月以来首次出现上涨。美联储在7月29日公布，对区域经济的调查表明，经济状况正在趋于稳定。7月是道琼斯指数在7年来表现最好的一个月，当月失去工作岗位的数量也处于9个月以来的最低值。奥巴马总统回应这些消息时说："我们在正确的方向上。"

托尔兄弟报告住房订单取消数量有所减少，低成本单元的订单数量增加。公司CEO当年出售股票获利5000万美元。7月住房价格上涨。低端住宅市场在7月反弹明显，但高端产品起色不大。大额优级贷款的还款拖欠率从2007年的1%以下上升至2009年的7%。普通优级贷款的还款拖欠率在2009年8月是6.4%，而次级贷款的还款拖欠率达到25%。次级贷款的还款拖欠率上升很快。

第二季度国家税收下降17%。而8月初的时候，一揽子刺激计划里的旧车换现金的税收抵免使消费者涌向汽车展厅，空气里洋溢着快乐的氛围。2009年8月3日，受泰森食品和皮尔格林公司收入增长报告的鼓舞，标普500指数超过1000点，纳斯达克指数攀升至2000点，道琼斯指数报收于9286.56点。

杠杆贷款的成本（价格）在上升，这意味着市场转暖。加杠杆贷款CDO的竞价在8月上涨了90%以上，这是一年多以来首次出现的现象。美国运通公司信用卡还款状态在8月明显好转，但高端持卡人的消费还是没有恢复到原来的水平。美国邮政服务公司在第二季度亏损24亿美元，但此消息并没有引起人们的关注。8月的第一个星期，失业率回落到9.4%，此前的预计是还会上升，这是15个月以来首次下降。此消息公布之后，道琼斯指数也蹿升至9370.07点，但失业率的下降被归因于更多的人已经放弃寻找工作。无论如何，股市差不多比2009年3月谷底时上涨了50%。

2009年8月12日美联储宣布，经济状况已经平稳，计划逐步收缩各种紧急计划。同时，美联储宣布直到10月才能完成3000亿美元的资产收购计划，也就是说比原计划延迟一个月的时间。而经济学家们认为，到8月为止，奥巴马的经济刺激计划成效并不显著。还有报道说，联邦政府给监狱的服刑人员发放了3900张面值250美元的支票以刺激消费。管理机构预测，未来10年

联邦政府将增发90000亿美元的债券，也有人说可能比这还要多。

2009年8月，KKR公司宣布筹划旗下公司六宗大型的IPO。主权财富基金重回西部投资，在次贷危机高峰时，基金曾从市场上回撤资金。中国的主权财富基金中投公司投资10亿美元给橡树资产管理公司，后者计划将此资金投资于不良债务。问题资产的收购方兴未艾，通过收购某公司的不良债务，以股东的身份控制公司重组是常见的投资策略。2009年前7个月，大约有140宗类似的交易，总价值达850亿美元。

生产率达到6年来的最高点。2009年8月，由《华尔街日报》组织、经济学家进行的调查表明，大多数人认为，经济衰退已经结束。全球的经济状况似乎也在好转。德国和法国第二季度经济有所增长，这样从通常的意义上来说，它们已经脱离了经济衰退，因为这两个国家的经济在第一季度也有所增长。英国和意大利的制造业也有所回暖。中国、印度尼西亚、韩国和新加坡第二季度的经济增长超过10%。日本经济也呈现出回暖迹象。2009年8月20日，瑞士政府出售了价值65亿美元的瑞士联合银行的股份。事实证明，瑞士政府做了十分划得来的投资，投资期为10个月，回报率为30%，投资收入为11.3亿美元。因政府曾为银行的不良资产担保，银行为此付出了非常高昂的代价。

2009年8月16日，道琼斯指数和3月9日的低点相比，已经上涨了42%，报收于9321.40点，但与2007年10月的14164.53点相比，仍低34%。2009年夏季电价急剧下降，一定程度上强化了消费者的信心。当然，问题依然存在。2009年8月11日，大型对冲基金艾提斯（雅典）资本宣布倒闭，偿还30亿美元给投资者。2009年8月14日，位于阿拉巴马蒙哥马利的大型区域性银行克洛尼尔银行破产，这是美国历史上第六大银行破产案。其资产由BB&T公司接管。到2009年8月16日，当年已有76家银行破产，两年内破产的银行达到102家。与20世纪90年代银行破产案相比，FDIC付出的成本要高出10%左右。

2009年8月17日，似乎全球市场都神经过敏。道琼斯指数这一天下跌186.06点，日本市场尤遭重创，欧洲市场也处于下跌行情。作为传统媒体的

代表，《读者文摘》当天宣布破产。劳氏也在这一天宣布公司第二季度利润下降19%。家得宝也加入其中，宣布季度收入下降7%。

信用卡拖欠还款有所减少，但也出现了一些问题。阿尔伯特·冈萨雷斯受计算机犯罪指控，入侵多家公司计算机系统盗取1300万个客户信用卡信息，用来实施诈骗。他在之前曾被指控从TJ & Maxx公司盗取4000万个信用卡号码，造成2亿美元的损失，而且冈萨雷斯已经因为另一起指控，即入侵戴夫巴斯特餐饮连锁公司计算机系统而被监控。他还有两个俄罗斯共犯。

美联储在8月对接受紧急救助的19家银行进行调查后发现，这些银行2009年6月的贷款余额减少1%。他们一致认为，由于贷款的信用标准提高及需求减少，在2010年夏季之前，贷款额不会增加。而花旗集团的股东们笑逐颜开，因为公司股票在一个月内上涨了70%。

房地美又出现了新的亏损，这一次是起因于位于佛罗里达奥卡拉的惠特克贷款公司发放的非正规贷款。这家公司是美国第十二大贷款机构，由于FHA取消了其享受FHA承保的贷款机构的资格，因此公司在2009年8月破产。撤销其资格的原因是所在州的监管规定及惠特克向FHA关于公司的审计官停止年度审计的不当申述。房利美因不满于惠特克的贷款管理，在2002年停止与其交易，而房地美认为此时正是拓展资产组合的好机会，因此大规模购入惠特克的贷款。不久，惠特克的总裁被认定诈骗，金额达数十亿美元。

银行和储蓄机构从吉利美购买了巨额证券来支撑公司的资产负债表，有些是使用TARP资金购入的。2008年9月交易总额为410亿美元，一年后迅速上升到1130亿美元。这些交易都符合FHA抵押贷款保险的要求，在次贷危机的处理阶段这种安排也起到了很好的辅助作用。

2009年8月20日，FDIC准备接管将要破产的金融集团。几天之后，美国第十大银行破产。这家机构安排将资产出售给西班牙外换银行。又有111家银行被FDIC列入不良名单，这样名单上的银行总数已经达到416家。而FDIC保险基金规模下降到1993年以来的最低点，基金总额从一年前的452亿美元下降到2009年8月的103亿美元。FDIC于是成为拥有破产银行18亿美元资产的大地主，但这些资产因存在各种问题而难以出售。有关机构在2009

年8月27日宣布，这些银行在2007年第二季度共计亏损37亿美元。

秃鹫投资者非常活跃。SecondMarket购入折扣为10%～13%不等的冻结竞拍利率证券，业务同时涉及其他非流动性证券。Cogent Partner则专门从事非流动性私募证券基金利率的经纪业务，而Hedgebay业务与此相似，专门服务于停止赎回的对冲基金。与此相对应，大学的捐赠基金却遭受了损失。尽管市场状况有所回暖，但哈佛大学捐赠基金在2009年8月减少了30%，耶鲁大学捐赠基金缩水25%。当2009年6月30日财政年度结束的时候，这两家大学的捐赠基金共损失178亿美元。哥伦比亚大学捐赠基金的情况稍好，但基金价值也下降了21%。

天然气价格呈7年来最低值，来自零售端的报告说明8月销售依然低迷，但住宅市场持续上升。7月住宅销售比6月增长了7.2%，但1/8的抵押贷款住宅处于丧失抵押品赎回权或还款拖欠的状态。失业申报数量还在增长。但美联储主席伯南克在2009年8月21日指出："金融系统崩溃的担心已大大减轻。"[①]此番言论促使股市反弹，道琼斯指数报收于9505.96点。但也有担心认为所谓的经济复苏是过度的乐观。为了解除人们的担心，奥巴马政府在2009年8月26日宣布，继续留任伯南克为美联储主席。与此同时，有报道说6月多数大城市房价在上升。

房利美、房地美和AIG的股票在8月下旬都在上涨，由于市场逐步攀升，卖空者离场，有更多的好消息传来，6月国际贸易额上涨了2.5%。随着新建住房销售的增加，家用电器订单也在增长，失业人数下降，8月降至14.6万人。第二季度，储蓄业在两年时间里首次在总体上盈利。商业部报告消费者支出在7月连续第3个月实现增长。但8月末美联储警示说，尽管经济状况正在好转，但仍很脆弱。好几个州为了节省支出，暂时关闭了政府部门。有法官禁止罗德岛州政府暂时关闭，就只能裁员。9月初失业率为9.7%，达到26年来的最高点，但失业人数新增比率持续放缓。

根据《金融时报》的报道，截至2009年8月底，联邦政府从各种次贷危

① "Experts on Bernanke Speech," *Business Week*, August 21, 2009.

机贷款中获利140亿美元。[1]《纽约时报》在同一天报道指出，政府从TARP贷款计划中赚得40亿美元。[2] 还有报道说，FDIC因贷款担保，也将90亿美元收入囊中。同时，作为紧急救助计划实施的回报，美联储的资产负债表从2007年的8000亿美元变为2009年的20000亿美元。90%的住宅抵押贷款都有政府参与其中。

FHA报告说现金储备已经低于2%，违约率上升，还款拖欠率超过14%，是优级贷款相应比率的2倍还要多。住房金融局宣布将收紧信用标准。FDIC警告称保险基金将要耗尽，将被迫向财政部借款。之后FDIC与大型银行达成协议，银行同意向FDIC预先付450亿美元保险费来增加保险基金，但10月时约有100家银行破产，基金出现266亿美元的亏空。

2009年9月10日，财政部长盖特纳宣布政府将在该月底开始允许货币市场担保合同实施有效期制度。FDIC也计划暂停他们对金融服务公司债务进行担保的业务，或者限制与存在问题的机构合作。当月晚些时候，美联储宣布延长并逐渐停止向房利美和房地美购买数十万美元抵押贷款的计划，并且美联储在考虑创建专门的计划，通过货币市场基金回购债券协议。美联储将用这些基金、抵押支持债券和财政部的债券为其回购债券协议进行抵押。在经济复苏之后，这个计划可以作为抑制通胀的一种工具。

消费者信心也在上升，2009年11月9日，黄金价格收于每盎司1004.90美元，创下最新纪录。当天道琼斯指数收于9605.41点。4天后，在有关方面报告零食业迅速增长之后，美联储主席伯南克宣布美国的经济衰退基本结束。但他同时谨慎地表示，经济增长直到2010年都将保持温和增长势态，就业岗位也预计会保持缓慢增长。同一天，英格兰银行行长金恩也对英国经济发表了类似的意见，但对经济增长不甚乐观，认为增长速度会更低。

巴克莱银行在2009年9月16日宣布，出售123亿美元非流动性资产并将

---

① Francesco Guerrera and Krishna Guba, "Fed Turns a $14bn Profit on Crisis Loans," *Financial Times* (London), August 31, 2009.

② Zachery Kouwe, "As Banks Repay Bailout Money, U. S. Sees a Profit," *New York Times*, August 31, 2009.

大部分出售资金投资于由前公司高管们创立的基金。KKR 向处于困境中的伊士曼柯达公司提供 7 亿美元融资。AMR 在 9 月得到 29 亿美元最新融资。2009 年 9 月 14 日的这一个星期，400 亿美元以上的公司债券被出售。据报道，住房价格在 7 月呈上涨态势，8 月也全线处于上升状态，但单体住宅新开工量下降，因为很多之前的房主都在出售住房。居民财产在 2009 年第二季度增长了 3.9%。但加利福尼亚的失业率创 70 年来最低，为 12.2%。

作为救助美林计划的一部分，美洲银行按照之前与政府对美林资产的共担损失协议，支付 4.25 亿美元终止了协议。实际上，这些协议从来没有执行过，因此这笔钱可以看作是停止协议的不合理的代价。联邦审计署在 2009 年 9 月末报告说 AIG 情况好转，但又表示说可能永远不能指望它能偿还政府的救助资金。约翰·马克宣布辞去摩根士丹利 CEO 的职务，放弃 2009 年的奖金但仍将担任公司董事会主席。詹姆斯·戈尔曼继任 CEO。杰米·戴蒙的表现也震撼了摩根大通的高级管理层。

由于背后的抵押已经可以出售，CDO 市场开始回暖，成交额巨大。据估计，名义价值为 3500 亿美元的 CDOs 遭到违约。IMF 预测，到 2010 年底，银行的冲销额将达到 15000 亿美元。2009 年 8 月，领先指标指数连续第五个月保持上升。2009 年 9 月 22 日，道琼斯指数比 2009 年 3 月低迷时上涨了 50%。

2009 年 9 月 23 日，美联储宣布将利率水平锚定在 0.25%，并表示在一段时间内将美联储基金利率保持在低利率水平。两天后，美联储宣布将把定期拍卖工具中 84 天贷款的可得资金从每月 500 亿美元减少到每月 250 亿美元，并将保持同一工具中 28 天贷款在 750 亿美元的资金来源至 2010 年 1 月。此外，美联储将问题债务互换额从每月 750 亿美元减少到每月 250 亿美元。

9 月 24 ~ 25 日在匹兹堡举行的 G20 会议讨论了经济合作事宜，其中就包括提升中国的消费，减少国际上对美国消费的依赖，增加在欧洲的投资。会议没有对如何执行这些方面的合作作出清晰的约定，只是在得到 IMF 的技术支持和成员国的看法方面达成了一致。G20 会议还同意提高对金融机构、复杂金融工具和金融机构高管薪酬方面的监管。

英国政府宣布本年的大银行同意禁止保证总额的多年奖金计划，以及禁

止将资金按比例分散在 3 年内延迟支付，当事后证明资金需要调整时，此计划允许弥补应得的资金，通过这些方法控制薪酬发放。2009 年 10 月 1 日，欧盟公布了对银行的压力测试结果，22 家大型银行状态良好，如果经济仍将面临困境，这些银行能够承受最高达 5850 亿美元的亏损。

9 月末美国的 IPO 市场一片繁荣。A123 系统公司的 IPO 成为热议话题，IPO 后首个交易日，股价就上涨了 50%。有两宗大型并购案公布，一个是施乐以 56 亿美元的价格收购联合计算机公司，另一个是雅培制药公司以 66 亿美元的价格收购苏威（Solvay）的制药业务。

不良次级证券在 9 月有所回转，预计在第三季度将会呈增长态势。银行将一些不良抵押贷款和良好的抵押贷款的证券化产品分别打包并进行出售。通过房地产抵押贷款投资渠道信托（REMIC）计划降低银行的资本要求，信用评级公司给予良好抵押贷款包较高的信用等级。

道琼斯指数在 2009 年第三季度 7 年来表现最佳。劳动力市场仍起色不大，每 6 个人才有 1 个空缺的岗位。尽管 9 月新增加的失业数字在减少，但当月失业率还是高达 9.8%。生产活动有所活跃，但汽车销售在 9 月旧车抵现金计划结束时下降很多。美联储表示出对不良商业房地产贷款的担忧，银行对损失及保持应对损失的足够储备反应迟缓。第三季度企业利润提高 10.8%。

第四季度

2009 年 10 月 6 日，澳大利亚提高利率，也为全球经济的全面复苏提供了佐证。随后，挪威在当月晚些时候也提高了利率。法国兴业银行在同一天也宣布将偿还法国政府的紧急救助资金，通过股权发行筹资 70 亿美元。劳埃德银行在解除英国政府为银行筹措私有资金时为其资产提供保险的协议时遇到了来自政府的阻碍。欧洲监管当局强迫在次贷危机期间接受救助的大型金融机构将非核心业务出售。欧盟也把业务剥离作为金融机构接受国家救助的前提条件。例如，要求苏格兰皇家银行出售盈利状态的保险业务、商品交易部门和另一个支付服务公司。英国政府在次贷危机期间将诺森罗克银行国有化，银行被一分为二，拆分为“好”银行和“坏”银行，以便于进行资产出售。

在接受了149亿美元救助之后，荷兰政府命令ING解散。

2009年10月7日，黄金价格创下最新纪录：每盎司1050美元。黄金交易商预计黄金价格将突破每盎司1500美元。2009年10月9日，道琼斯工业平均指数创下当年最高纪录，报收于9864.94点。零售地产空置率有所上升，消费者信用在8月减少了120亿美元，但9月商品零售额在一年多的时间里首次上升。

总额达750亿美元的政府贷款合同修改计划踯躅不前。10月初时，大约有50万份合同已经修改完毕。但国会监督小组认为此计划只是将约一半的抵押贷款违约向后延迟了而已，许多已经修改过的合同最终还是不能避免违约的结果。进行修改的这些基于收入的贷款合同并不需要借款人三个月收入的证明文件，但要求借款人在合同修改后按时还款，实际上大多数情况下并没有按时还款。《纽约时报》的头版文章认为，居者有其屋计划鼓励那些本无力购房的人仍然贷款买房，在他们耗尽储蓄之后，最终还是失去了房产，大多数人最终遭受了损失。

奥巴马政府在12月宣布要求放款机构向财政部提交如何提高修改合同数量的计划。财政部威胁说会对没有达到修改合同数量的放款机构进行罚款，但收效甚微。在感恩节那一周刊登在《纽约时报》上的文章中，财政部副部长迈克尔·巴尔批评银行一直在拖后腿。

富国银行在对贷款进行修改时下了巨额赌注，他们允许自由选择还款额度的次级贷款在10年间只偿还利息即可，他们寄希望于住房市场的复苏使房产价值回归到贷款价值以上。

秃鹫投资者以非常高的折扣购入次级贷款，修改后由FHA担保，使之更具有偿还可能性。这种安排将风险从发放贷款的人转移给了FHA。FHA报道说，他们在2006年和2007年承保的贷款中，有超过24%拖欠还款或者丧失了抵押品赎回权。

奥巴马的经济顾问、前财政部长劳伦斯·萨默斯在2009年10月12日表态，经济似乎回归正常轨道，但由于需求不足，系统中还存在“重要节点”。奥巴马政府收回从美国公司的外汇收入中筹资2000亿美元税收的计划，此举

进一步刺激了贸易活动的开展。政府试图控制金融机构高管薪酬的努力也收效不大。大型金融机构2009年计划发放的奖金总额为破纪录的1400亿美元，比2008年增加20%。高盛在第三季度再次取得巨额盈利31.9亿美元，也为高额奖金发放奠定了基础。第三季度，公司在不到一个交易日的时间就赚了1亿美元以上。

高盛希望对奖金计划保持低调，防止引起公众的强烈抗议。公司CEO劳埃德·布莱克费恩公开致歉说，高盛是在“从事上帝的工作”，承认在次贷危机的形成过程中犯过错误。2009年11月17日，他宣布公司成立5亿美元的基金用来帮助在危机中受到损害的小型企业。《纽约时报》的头版文章对此嘲弄地说，这笔钱只占高盛年底员工奖金计划总额的3%左右。《华尔街日报》指出这只是高盛在危机中转变成银行控股公司后，为了满足《社区再投资法》要求的一种手段。

总检察长的报告曾质疑高盛认为AIG的破产并没有给公司造成危险的说法，因为是政府为高盛总额达221亿美元的AIG敞口全部买单。《纽约时报》说高盛将公司持有的许多AIG的次级衍生品敞口都记在AIG的账目下。还有报道批评纽约联邦储备银行在AIG持股问题上，没能与投资银行进行有效的谈判。负责监督TARP的特别总检察长尼尔巴罗夫斯基在2009年11月发布报告批评说，当救助AIG时，纽约联邦联邦储备银行按全额对高盛和其他投资银行进行了支付。实施救助时，纽约联邦储备银行由蒂莫西·盖特纳负责，现在有为数众多的共和党参议员要求他从现在的财政部长的位置上辞职。随着批评声而来的还有来自高盛大股东的要求，他们要求把部分计划奖金用来发放股息。2009年12月，公司宣布排名前30位的高管放弃奖金，但将得到在5年内不得售出的公司股票。

黑石集团宣布将以IPO或私人配售的方式出售部分下属的公司，此消息引起市场的密切关注。黑石和堡垒投资集团都实现了季度盈利，公司重新开始收取盈利管理费。私营的阿波罗全球管理公司宣布了最新的纽交所上市计划。

2009年10月14日，摩根大通宣布第三季度盈利35.9亿美元，成为瞩目

的焦点。道琼斯指数当天突破10000点。IBM宣布第三季度利润提高14%。通用季度盈利25亿美元。花旗集团季度销售收入204亿美元，盈利1.01亿美元，连续第三个季度实现盈利。美洲银行季度亏损超过预期，达10亿美元。嘉信理财第三季度盈利下降了34%。摩根士丹利一年来首次报告季度盈利，利润额达7.57亿美元。

德意志银行报告盈利21亿美元，但利润多来自于税收优惠。瑞士信贷集团季度盈利23.3亿美元。瑞士联合银行担心被政府起诉利用税收保护计划逃税，将接管资产从银行剥离，因而报告季度亏损。劳埃德银行集团宣布再减少1000个工作岗位，至此次贷危机中公司裁员达到9000人。巴克莱银行在2009年前三个季度总计冲销100多亿美元，而且预计第四季度也至少为50亿美元，但第三季度仍然盈利。

房地美第三季度亏损50亿美元，房利美第三季度亏损198亿美元并且要求政府增加150亿美元资金救助。这样，政府用于救助这两家公司的资金总额将达1110亿美元，而且它们在商业住宅项目上将面临更大的损失。

AIG报告信用违约互换的反向资金回流，回流公司资金达数十亿美元。公司实现第二个季度盈利。公司新任CEO罗伯特·班默切和其他5个AIG高管一样，不满于政府的薪酬限制，扬言要辞职。在AIG的股票下跌之后，班默切手下直接管理的10个高管的损失达1.68亿美元，他们急于挽回这些损失。巴罗夫斯基网开一面，允许AIG的一个高管领取430万美元奖金，以避免他辞职。

曾带领高管们反对薪酬限制、抗议巴罗夫斯基的AIG总顾问阿娜斯塔西娅·凯丽辞职，同时按照雇佣合同中的相关条款，一旦她的收入锐减，可以要求数百万美元的离职补偿。凯丽接受了外部律师事务所的调查，显然她没什么过错。在房利美次级贷款业务累积阶段，凯丽任公司总顾问，而她在离开时拿到了390万美元离职金，接替她的是雷曼兄弟破产时的总顾问托马斯·卢索。继续留任、拿到备受争议奖金的高管同意将1.68亿美元中的4000万美元退回。巴罗夫斯基原本要求退回4500万美元，但AIG由于员工离职，留存2100万美元奖金，他们希望尽可能少地退回奖金。有关薪酬的持续争议

使得公司的另一个高管、新任负责 AIG 飞机租赁业务的约翰普洛戈辞职。

AIG 为了结由俄亥俄州、加利福尼亚州和其他州公共养老基金的集体诉讼，偿付了 7.25 亿美元。尽管这些资金多来自于新筹集的资金，但实际上救助 AIG 的资金成本直接或间接地由纳税人承担。

尽管 2009 年第三季度有许多公司的收入好于预期，但这其中多归因于一次性成本削减，实际上收益比前一年减少了 10%。总体上，破产公司减少。但 10 月末，主要的商业房贷发放机构嘉迈金融集团宣布破产。住房价格连续 3 个月上涨，但人们担心 9 月房价上涨很慢，市场会不会再次下滑。10 月住房销售比上一年减少 10.6%，开建数量与上一年持平，成屋销售因为购新房税收优惠有所增加。2009 年 10 月消费者信心急剧下降，但居民收入、耐用品销售和商业支出有所增长。全球制造业活动在 9 月有所增长，但 10 月进展缓慢。股市在 10 月末进入下跌行情，道琼斯指数在 2009 年 10 月 28 日跌至 9762.69 点。10 月 29 日，在政府支出增加的主要影响之下，第三季度 GDP 呈现增长态势，道琼斯指数有所上涨，但第二天又下跌近 250 点。2009 年 11 月 4 日，黄金价格达到每盎司 1084.30 美元，11 月 17 日再次上涨，达到 1138.60 美元。11 月初，沃伦·巴菲特宣布以 263 亿美元收购北伯林顿铁路公司（Burlington Northern Santa Fe）。

11 月的第一周，共约 60 亿美元公司债券发行出售。大约有 900 亿美元债券是由 2009 年 3 月创立的 TALF 计划下发行的消费者 CDOs 进行抵押，但到了 2009 年 11 月，参与者就失去了兴趣。奥巴马政府建议将剩余的 TARP 资金用于减少联邦赤字。

美联储重申将在一段时间内，也就是说至少在 6 个月内，保持利率处于非常低的水平。随后有报道说 10 月失业率已经达到 10.2%，为 26 年来最高值。但股票市场在 2009 年 11 月 9 日回暖，道琼斯指数收于 13 个月以来的最高点——10226.94 点。但有些国会议员还是不满足，以罗恩·保罗为代表的议员在待审核的住房金融服务委员会的立法改革规定中加入要求美联储总审计局的审计条款。对金融服务监管进行广泛改革的限制性立法和相应规定在 2009 年 12 月 11 日在国会通过，但直到 2010 年 7 月才在参议院通过。

2009 年第三季 GDP 度小幅增长，增长率为 2.2%，此前的四个季度都是负增长。2009 年 10 月 30 日，奥巴马政府表示，经济刺激计划共创造了 64 万个工作岗位，但仅 10 月当月就减少了 17.5 万个工作岗位。《华尔街日报》认为奥巴马政府经济刺激计划增加的工作岗位数量是 2 万个有夸大的成分。2009 年 11 月 18 日，奥巴马总统表示，如果不限制政府借债，美国经济可以经受住再次探底。同时，他赞同正在接受国会合议的医疗保健立法，未来十年内这一计划将花费 10000 亿美元。奥巴马总统还在 2009 年 11 月 17 日签署执行令，建立新的金融欺诈执法机构，以替代 2002 年由布什政府设立的公司欺诈执法机构，后者在犯罪审判和上诉方面存在明显欠缺。奥巴马建立这个新机构不久，就发生了引人注目的贝尔斯登两个对冲基金经理造成巨额损失的刑事案件，他们管理的基金破产引发了次贷危机。

2009 年 11 月 23 日，财政部以 0.802% 的历史最低收益率发行了 440 亿美元两年期大额存单。劳埃德同一天利用出售股权的方式融资 140 亿美元，但售出股价有大幅折扣。第三季度贷款余额下降 3%。当月抵押贷款还款拖欠率从前一年的 1/10 上升到 1/7。全国跌破本金的住房比例在 11 月达到 23%，在佛罗里达州这一比例是 45%，而在内华达州是 64%。

截至 11 月，2009 年破产银行数量达到 125 家，使得 FDIC 保险基金存在 82 亿美元的缺口。问题银行的数量从 416 家上升到第三季度的 552 家。同期州及市级税收减少 7%，而且预计还会持续下降。加利福尼亚州亟需联邦救助以弥补 210 亿美元预算短缺。感恩节那一周申领失业补助的数量减少。

2009 年 11 月 26 日，作为迪拜政府的投资机构，迪拜世界宣布延期支付 590 亿美元债务，此举使金融市场一片哗然。而日本也在 2009 年 12 月 1 日出人意料地宣布，面对通货紧缩，将向经济体注资 1150 亿美元。

感恩节这一周，美国店内销售比前一年稍高，线上销售比前一年上升了 11%。美联储黄皮书也显示经济状况有所好转。黄金价格在 2009 年 12 月 2 日又创纪录，收于每盎司 1212 美元。两天后，有报道说失业率降到 10%，11 月减少的工作岗位仅为 1.1 万个，黄金价格随之下跌 48.60 美元。还有报道说，消费者债务在 10 月仍然在下降。但 11 月房地产市场的状况并不好，新

房销售下降了 11.3%。

伯南克为连任美联储主席面临艰难的听证，他承认在许多问题上存在失误，美联储应该对银行有更高的资本要求，应该要求银行更好地进行风险控制。他也认同是监管方面的失误使银行受累于次级借贷，而不是低利率触发了房地产泡沫。2009 年 12 月 9 日，奥巴马总统宣布追加 500 亿美元经济刺激计划。与此同时，在花旗集团试图偿还首笔政府救助的 200 亿美元 TARP 时，却遭到政府的阻挠。花旗集团股价已经回升，科威特主权财富基金可以在这一点位出售花旗集团的 41 亿美元股权投资，并获得 11 亿美元的收益，投资回报率达 36%。

2009 年 12 月 11 日，道琼斯指数报收于 10471.50 点。奥巴马对银行家们反对他金融改革立法的做法非常不满。2009 年 12 月 15 日，他将部分银行家召集到白宫，劝说他们增加放贷。12 月政府以 9.361 亿美元的价格出售了摩根大通的 TARP 担保，以 1.465 亿美元的价格出售了第一资本金融公司的 TARP 担保，政府出售此类工具的收入超过 30 亿美元。但金融集团在 2009 年 12 月 16 日出售 170 亿美元股权受阻，政府不得不延后出售其持有的花旗集团股票。花旗集团认为股价低迷是因为富国银行正在筹资，与之形成竞争。富国银行和花旗集团一共偿还了 450 亿美元 TARP 资金，花旗集团还剩下 250 亿美元需要偿还。花旗集团还终止了一项与联邦政府达成的计划，按照此计划，政府将与花旗集团共同承担次贷危机高峰时花旗集团潜在的 3000 亿美元问题资产的损失。政府用于救助 700 个金融机构的 2450 亿美元 TARP 资金，共偿还了 1610 亿美元。通用也宣布将在 2010 年偿还公司接受的 67 亿美元 TARP 贷款，尽管如此，政府仍然持有通过 TARP 注资获得的许多公司股票。

房利美和房地美已经从政府 4000 亿美元的救助计划中获得 1120 亿美元。政府宣布暂停购入房利美和房地美的证券，并且提高了对政府支持企业救助的 4000 亿美元上限。政府同意向它们提供所需的资金，以便为它们开展业务提供无限额的担保。政府也允许这两家公司的 CEO 在未来两年，每人可以得到 600 万美元的报酬。

11 月成屋销售下降，但当月美国工厂接受的订单量有所增加。圣诞季销

售与前一年相比增加了3.6%，12月汽车销售增长了15%。失业率维持在10%，12月减少了8.5万个工作岗位。写字楼空置率为全年最高值30%，出租率下降了3%。

2009年财政部通过发行债务工具，创下21000亿美元筹资纪录。2009年垃圾债券的销售也达历史最高值。对冲基金经理大卫·泰珀2009年在花旗集团和美洲银行股票上投入70亿美元赌注，赚了25亿美元。

从整体上来说，1999—2009年，股票市场经历了最糟糕的十年，甚至不如20世纪30年代。在纽交所上市的公司自1999年以来，每年平均损失0.5%。如果考虑到通胀的因素，损失会更大。尽管这样，股票市场整体上在2008年下跌37%，在2009年上涨25%。道琼斯指数在2009年上涨18.8%，与2009年3月的最低点相比，上涨了61%。与上一年相比，纳斯达克指数2009年上升了43.9%，标普500指数上升了23.5%。黄金价格在12月3日达到最高点——每盎司1217.40美元，年底价格为每盎司1095.20美元。原油价格年底报收于每桶79.36美元。12月全球制造业有所回暖，美国制造业当月增速为三年多来最快的，但2009年破产的企业数量比2008年多了近1/3。

风险资本开始更多地投资于初创公司。但对初创公司的调查表明，因为担心IPO过程中存在的监管风险，只有不到20%的公司有首次公开发行的计划。

国际清算银行邀请主要国家的央行代表和著名金融家在巴塞尔讨论大型银行承担过度风险的状况，这又增加了市场的不确定性。大型经纪公司仍然控制着大约一半的个人投资者的资产，但有些经纪公司因担心补偿限额而撤离。由次贷危机引发的提供金融服务方面的调整才刚刚开始，监管的不确定性一直萦绕在市场上空，使最后的调整结果仍在猜测之中。即使在监管改革立法颁布之后，由于问题复杂，这种不确定性仍挥之不去。

2009年第四季度，摩根大通报盈利32.8亿美元，而2008年同期的盈利为7.02亿美元。银行试图平息民众因银行发放奖金引致的愤怒，将2008年奖金削减一半，但这种努力是徒劳的。批评者们指出银行仍然发放了93亿美元奖金，平均每个雇员为37.8万美元。摩根大通CEO杰米·戴蒙拿到1760

万美元报酬，其中大部分是股票。摩根大通还要求动用公司奖金的资金池来分担政府向银行高管收取的 50% 的附加费。摩根大通大部分利润来源于交易收入和投资银行业务。零售银行业务因抵押贷款违约和并购华盛顿共同基金的持续支出而亏损。这个消息的散布也引起了股市的波动。

花旗集团第四季度报亏损 76 亿美元，年度亏损 16 亿美元。CEO 潘迪特同意在他将花旗集团扭亏为盈之前，他只拿 1 美元的工资。随后，潘迪特宣布将约 40% 的银行业务出售，他认为不会存在“太大而不能倒”的银行。

美洲银行第四季度亏损 52 亿美元，年度亏损 22 亿美元。有报道说，银行新任 CEO 布赖恩·莫伊尼汗把约一半的时间花费在与监管者在华盛顿的聚会上，而不是集中处理公司业务。银行计划增加 2000 名经纪人，负责处理美林的业务。

纽约总检察长安德鲁·科莫控告美洲银行及前任 CEO 肯尼斯·刘易斯在股东投票决定与美林并购之前，没有公布美林的巨额计划外亏损。SEC 对银行也发起了类似指控，但放过了刘易斯。美洲银行支付 1.5 亿美元，了结了 SEC 的指控，钱当然来自于股东的口袋。刘易斯带着 8300 万美元退休补偿回家。他的继任者布赖恩·莫伊尼汗在 2009 年从银行拿到了 650 万美元报酬。美林的一位高管托马斯·蒙塔格在 2009 年的报酬为 2990 万美元。

摩根士丹利第四季度小幅盈利，但年度亏损。尽管如此，公司宣布 2009 年奖金将高于 2008 年。摩根士丹利新任 CEO 詹姆斯·戈尔曼当年报酬为 1500 万美元。富国银行表现稍好，第四季度盈利 28.2 亿美元。富国银行 CEO 约翰·斯坦普 2009 年的报酬是 1840 万美元。

高盛年度盈利为惊人的 133.9 亿美元，第四季度盈利 47.9 亿美元。公司 2009 年有 131 个交易日的单日盈利超过 1 亿美元。迫于政治和公众舆论的压力，高盛宣布将奖金限制在 161.9 亿美元，比预计的少 30 亿美元。高盛 CEO 劳埃德·布兰克费恩的奖金是 900 万美元，他 2007 年的奖金是 6800 万美元。但所得并不拘于奖金，布兰克费恩在 2009 年投资于高盛债券基金的收益达 1870 万美元。其他高盛高管从此基金中得到的收益为 8000 万美元。

美国运通 2009 年净收入报 5200 万美元，CEO 肯尼斯·切诺特得到 1740

万美元报酬。瑞士联合银行股份有限公司（简称瑞银）一年多以来首次盈利，但却遭遇大批富人客户因担心银行向美国和欧洲税务部门透露账户信息而离去。但2009年瑞银还是为高级管理人员发放了950亿美元奖金，是2008年的10倍。新加坡政府投资公司是一家主权财富基金，报道说瑞银控股的价值从110亿美元下降到60亿美元，账面价值损失了50亿美元。

2009年瑞士信贷付给公司CEO布雷迪·杜根1790万美元，当年银行盈利60亿美元。巴克莱银行2009年报盈利147.1亿美元，大部分利润来自雷曼兄弟的并购。德意志银行2009年报盈利54亿美元，公司CEO约瑟夫·阿克曼带领公司实现了扭亏为盈，获得1300万美元报酬。由于监管成本及股东诉讼责任风险的存在，外国公司接连从美国证券交易所退出，包括戴姆勒汽车公司、德国电信和安盛集团。

得益于信用市场的复苏及所承保金融产品的良好业绩，联邦政府从救助AIG接管的信用违约互换产品中获利颇丰。AIG同意将旗下的大都会人寿保险公司以140亿美元的价格出售，作为联邦政府紧急救助AIG的条件之一，其中的90亿美元将交给政府。随后AIG又改变了主意，决定不出售其下属的正在升值的分公司。但第四季度AIG亏损89亿美元，AIG宣布计划以355亿美元的价格出售部分亚洲的人寿保险业务给英国保诚集团，这一价格比次贷危机高峰时的出价高出1倍，这也部分冲淡了公司亏损的负面消息。但保诚集团没有筹到足够的资金来完成交易，而AIG也不同意保诚集团降价50亿美元的要求，最后交易不得不取消，为此保诚集团付出了5亿美元的交易取消费。另外一个出售AIG业务的交易是价格为150亿美元的大都会人寿保险公司。AIG向国会保证将在2010年5月偿还政府的救助资金。AIG的CEO罗伯特·班默切是不受政府监管机构欢迎的人。在与班默切争辩之后，AIG董事会主席于2010年7月辞职。

房利美第四季度报亏损152亿美元，年度亏损720亿美元。福特汽车意外地报年度盈利27亿美元。福特CEO艾伦·穆拉利2009年的薪酬是1790万美元，因为他的公司股票期权升值，又增加了5000万美元。福特将旗下的沃尔沃以14亿美元的价格出售给了一家中国公司——吉利控股集团，汽车市场

的竞争更加激烈。2009年第四季度，美国的经济增长率为5.7%，为6年来最高水平。商品库存在减少，这对经济来说是个好兆头，可以扩大生产、补充库存。12月现有住房销售下降16.7%，但抵押贷款还款拖欠率在第四季度有所下降。银行放贷下降至1942年以来最低水平。美国居民负债在2009年下降1.7%，这是此指标于1945年创立后首次下降。

第四季度GDP增长5.6%，同期公司利润提高8%，但2009年公司利润与2008年相比下降了3.8%。2009年上市公司CEO的直接薪酬比2008年减少了0.9%，总额为695万美元。薪酬最高的是劳伦斯·埃里森，他在2009年拿到了8500万美元。真正的高额利润来自对冲基金，排名前25位的对冲基金经理2009年的平均收入是10亿美元，其中收入最高的是大卫·泰珀，为40亿美元。纽约证券交易所会员公司在2009年的利润总额为614亿美元。

第7节 新的十年开始

2010年1月，奥巴马总统与华尔街展开了对攻。他首先飞抵波士顿，出席因泰迪·肯尼迪去世空缺出来的参议院席位竞选，出席期间他对银行进行了猛烈抨击。竞选结果并不理想，共和党人因此错误地以为他们有足够多的票数否决政府的医疗保健法案。被激怒的奥巴马总统在两天后宣布将限制大银行的规模并且禁止它们用自己的账户进行交易。他此前也曾宣布要对接受TARP资金的大银行进行征税的计划。按照《纽约时报》的说法，这种民粹主义的攻击得到了面临州政府和失业率双重压力的工会的支持。

紧随总统对银行的抨击而来的是令人沮丧的2010年1月的失业数据，有48.2万人在1月中旬申报失业。道琼斯工业平均指数应声下跌213.27点。此时人们开始抱怨奥巴马政府没有利用先前的大规模经济刺激计划有效地增加就业，而且还累积了巨额的赤字。

就在总统宣布银行议案的当天，奥巴马政府遭受了另一个打击。最高法院判定对企业和工会选举开支进行限制违背宪法，这使得商界可以放开手脚进行反击。但这并没能阻止总统的脚步，他第二天去俄亥俄州发表了竞选类

演说，再一次抨击银行接受政府的巨额救助，要求它们如数偿还。总统的此番讲话，再加上对参议院批准伯南克连任的担心，使道琼斯指数又下挫216.90点。伯南克连任通过，他宣布将对银行在美联储的超额准备金付息，此举意在防止银行在经济回暖时减少资本储备。

2010年1月，失业率从2009年12月的10%下降到9.7%，但1月又减少了2万个工作岗位，而且修正后的2009年数据显示，失业状况比之前预想的还要严重，修正后增加了140万个失业岗位。新建独栋住宅销售1月下降了11.2%，但销售价格有所提高。2009年1月25日，贝莱德房产和铁狮门房产公司拥有的斯图维桑特和彼得库珀公寓破产。它们在3年前以52亿美元购得这些公寓，但现在的价值不足20亿美元。加利福尼亚的公务员退休基金也投资了这一项目，损失了5亿美元。尽管如此，贝莱德房产第四季度的收入还是大幅增长。

2010年1月，消费者借贷在近一年来首次增加。2010年2月1日，总统公布了预算请求，为38000亿美元，赤字16000亿美元。根据这个预算，如果布什减税计划终止，收入超过25万美元的家庭缴税将会增加。

对经济的持续担忧加速了市场的出清，2009年2月4日，道琼斯指数在2009年2月9日升至10058.64点之前下跌至10000点以下。欧洲市场也因希腊政府债务问题下行。人们指责信用违约互换的投机者使市场情况变得更糟。有报道说高盛和其他安排互换产品的机构在希腊向欧盟申请使用欧元作为货币时隐瞒了希腊真实的债务状况。

希腊得到来自欧盟的、总额为400亿美元的资金支持，但结果是希腊的债务问题比预想的更严重。希腊希望欧盟和IMF将救助资金提高到600亿美元。实际上这是杯水车薪，4月末1465亿美元的一揽子紧急救援计划出台。但作为提供贷款的前提，就在希腊政府采取严厉的紧缩措施时，希腊发生了严重的暴乱。随后经济危机向西班牙和匈牙利蔓延。意大利的一个法官授权罪犯起诉摩根大通、瑞士联合银行和德意志银行的11个工作人员，罪名是他们帮助米兰市安排包括信用违约互换产品在内的金融投资计划，造成23亿美元损失。还有报道说，2009年第四季度欧洲经济增长处于停滞状态。

2010年的前六周，黄金价格下跌了大约14%。道琼斯工业平均指数有所上升，2010年2月16日，攀升至10268.81点，但消费者信心还在下降。上百万的房主不能或者不愿借助低利率的契机为抵押贷款住房进行再融资。2010年2月，大约有430万个房产丧失抵押品赎回权，这一指标在2009年是340万个。

由于修改合同存在操作性难题，效果也差强人意，许多银行采取卖空而不是修改贷款合同的方法防止违约。2010年3月，贷款合同修改后违约的数量增加了1倍。奥巴马政府敦促银行卖空，不要指望房主还有能力借债，希望借此尽快清除拖欠还款。不久，政府又宣布了一项修改贷款合同计划，要求放款机构允许那些符合条件的、领取失业补助的房主减少3~6个月的还款额。迫于马萨诸塞州监管机构的压力，美洲银行宣布将调低一些抵押贷款人的本金，幅度最高为30%。

2010年2月19日，美联储将贴现率从0.5%上调至0.75%，引起市场的动荡。财政部宣布将借款2000亿美元，交给美联储用于信用市场操作。TALF于2010年3月终止，这个计划尽管在蹒跚中起步，但仍然通过以消费者的债务如信用卡、学生贷款和汽车贷款做支持，以债券的形式融资1000亿美元。此计划在帮助恢复信用市场信心的同时也给政府带来了收益。

FDIC改变了先前的立场，根据奥巴马政府于2009年通过的刺激法案，质疑摩根大通与并购华盛顿共同基金相关的14亿美元税收减免。该刺激法案规定，像摩根大通这种接受TARP资金的银行不能进行税收减免。但是，华盛顿共同基金在破产之前并没有接受TARP资金。FDIC还考虑限制银行把以折扣价接管的其他破产银行的资产也作为收入来进行申报。

由于暴风雪的光顾，住房开工量在2月下降了5.9%。当月新房销售创历史最低纪录，销售量比2009年2月减少了13%。但是，受那些丧失抵押品赎回权的房屋增加以及购买新房不再享受最高8000美元税收优惠的影响，成屋销售量在2月增加了8.2%。2月失业率维持在9.7%，失业人数为3.6万人，低于预期。当月商品零售额增加，信用市场活跃，2010年前两个月企业融资约为2000亿美元，比2009年同期大约增加400亿美元。道琼斯指数在2010

年3月10日攀升至10907.42点，比2009年3月的最低点提高了67%，这也是自2008年5月以来的最高点。

美元兑欧元的汇率也逐渐走强，2010年3月24日汇率为1.33。2010年3月29日，原油价格报收于每桶82.17美元。垃圾债券市场也恢复活力，2010年3月实现发行额315亿美元，是单月发行的最高纪录。2010年第一季度，抵押贷款还款拖欠率有所下降，这是自2006年以来的首次下降。次级贷款还款拖欠率在3月也有所下降，这是4年来此指标的首次下降。次级贷款还款拖欠率从46.9%下降到46.3%。这一指标在2006年是6.2%。

经过冗长、激烈的辩论，奥巴马政府的全民统一的医疗保健立法得以通过。根据预测，此计划在未来10年的支出为9400亿美元。国会预算办公室在此法律签署数天后宣布，社会保障基金在2010年将入不敷出，比之前的预测提早了6年。好几家公司公布说，根据奥巴马新通过的医疗保健法，保险成本提高，公司保险费用明显不足。美国电话电报公司短缺10亿美元，约翰迪尔缺少1.5亿美元，卡特比勒公司需要1亿美元。

奥巴马政府在2010年通过立法终结了私营学生贷款市场，要求学生和父母直接向联邦政府借款，以父母名义借款利率为7.9%，贫困学生为4.5%，其他学生为6.8%。萨利美因此解雇了2500名雇员，花旗银行学生贷款业务损失5亿美元。

3月第三个星期的失业申报为2008年12月以来最低的，3月新增的就业人数为16.2万人，但其中约有1/3是政府为即将开始的人口普查而雇的人。失业率仍处于9.7%的高位。在首次购房享受8000美元税收优惠的刺激下，3月住房销售提高27%。但个人申报破产的数量在3月仍然高达6900人。

3月汽车销售有所上升，商品零售额增长1.6%。通用汽车偿还了500亿美元TARP资金中的67亿美元，还款早于计划日期。通用汽车第一季度盈利8.65亿美元，这是公司3年来的首次季度盈利。克莱斯勒也实现了季度盈利，福特季度盈利21亿美元。道琼斯指数在2010年4月12日突破11000点，此后的4月14日升至11123.11点。在摩根大通公布2010年第一季度盈利增长55%之后，标普500在4月12日突破1200点。

大部分得益于美林的盈利，美洲银行第一季度盈利32亿美元。花旗集团更以44亿美元的季度利润赶超其上。政府随后宣布将出售因TARP计划而持有的银行所有者权益。SEC同意追加7500万美元罚款，了结花旗集团因在危机期间没能及时披露公司400亿美元次级业务而受到的指控，但联邦法官否决了这一方案。

高盛集团第一季度盈利34.6亿美元，其间每一交易日的利润都在2500万美元以上，在35个交易日的时间里，盈利超过1亿美元。但SEC指控高盛集团的一笔次级业务属于前面章节描述的欺诈行为，公司因此受到诟病。《纽约时报》在头版报道高盛集团的高管曾吹嘘在次贷危机期间利用做空次级抵押贷款得到数量可观的收益，高盛集团因而成为关注的热点。司法部因此宣布对高盛集团进行刑事调查。受这些报道的影响，高盛集团的市值蒸发了210亿美元。

一些股东试图通过代理的方法来对高盛集团的管理加以控制，其中奥西宁玛丽诺姐妹公司的建议是要求高盛集团更多地披露公司的交易信息，但这个提议只得到了33%的选票。还有人建议将布兰克费恩的职责分为CEO和董事会主席两个部分，也没有通过，不过他仍然受到民粹主义的指责。

房地美第一季度报损67亿美元，申请追加106亿美元政府救助；房利美更是报损115亿美元，申请追加84亿美元政府救助。这样，政府对这两家公司的总救助额将达到1450亿美元。到3月底，这两家公司由于丧失抵押品赎回权接管的房产达到16.3万个，这个数字比有些大城市的现有住房总量还要多。线上的CDO产品保险公司MBIA尽量不在CDO产品上面亏损，但第一季度还是报亏14.8亿美元。另一个线上保险公司安巴克金融集团（Ambac）经过谈判，撤销了160亿美元的CDOs保险。

在慢速和不确定中复苏

2010年4月22日，奥巴马造访华尔街，再次指责银行机构对其金融改革立法的反对。他以高盛违反SEC第七章规定的诈骗案为例，要求加强对金融衍生品的监管。在SEC对诈骗认定之后，抨击银行已经成为大众消遣的话题。

除此之外，SEC 还对包括摩根士丹利、花旗、德意志银行、瑞士联合银行和高盛在内的数个大型金融机构进行了大规模的 CDOs 产品调查。司法部也对摩根士丹利的 CDO 产品相关情况展开调查。纽约总检察长安德鲁·科莫着手就 8 家金融机构在 CDOs 产品评级中的作用进行调查。

墨西哥湾发生的爆炸引发了英国石油公司钻井平台严重的漏油事件，人们在指责这家公司的同时，也严厉批评奥巴马政府对此事没有采取足够的应对措施。总统公开抨击英国石油公司的 CEO 托尼·海沃德，说如果他是为美国政府工作的话，早已经将他开除了。之后，海沃德被迫接受国会委员会比安然和次贷赔付事件听证会更为严厉的质询。总统在国家电视台上说，他本人也接受“批评”。不久之后，英国石油公司董事会就解除了海沃德的职务。

总统命令停止一切离岸钻井作业。但这一决定将使数千人失业，总统命令英国石油公司照常支付工人的工资，并且承担全部善后工作的费用。英国石油公司当季度停止股息发放，总统要求石油公司建立数十亿美元的基金来应对善后事宜。石油公司同意了这些要求，在减少股息的同时建立了 200 亿美元的基金处理此事。英国政府抗议对其重要产业的打击。据估计，漏油事件使英国石油公司的股价腰斩，有超过 820 亿美元资产在股市上蒸发。雪上加霜的是，有关方面还宣布将对爆炸和漏油发生时的周边情况展开刑事调查。

奥巴马陷入与大型医保公司维朋（WellPoint）CEO 安吉拉·布拉莉的口水战。奥巴马在 2010 年 5 月 8 日每周一次的电台讲话中指责维朋不再将女性乳腺癌纳入医疗保险承保范围。随后，布拉莉在致总统的信中认为奥巴马传播假消息，她的公司并没有将乳腺癌剔除出承保范围。但维朋被迫将加利福尼亚州的医疗保险费上涨的幅度从原来的 39% 降低到 14%，此项改变预计将造成公司 1 亿美元的损失。

尽管 4 月新增了 29 万个工作岗位，但失业仍处于 9.9% 的高位。失业率的上升是由于之前放弃找工作的劳动力在经济状况好转后重新回到了市场。4 月底通胀处于 44 年来的最低水平，不超过 1%。2010 年 4 月，在首次购房税收优惠政策的持续支持下，新房销售上升了 14.8%。

金融市场 2010 年 5 月 6 日引起了强烈关注，道琼斯工业平均指数在几分

钟内暴跌了近1000点——“闪电崩盘”。市场出清的原因不一而足，包括交易错误、欧洲经济的不确定性、宝洁公司的销售订单、共同基金沃德尔和里德（Waddell & Reed）在芝加哥商品交易所的大宗交易、对冲基金大规模期权交易的纳西姆·塔勒布“黑天鹅”事件，这些都促成了按算法进行的高频交易。经过数个月的调查，SEC也没能搞清造成市场暴跌的真正元凶。SEC主席玛丽·夏皮罗在华盛顿召集各交易所负责人开会，同意在市场急剧下跌时采取熔断机制停止交易。夏皮罗抱怨交易所交易规则缺乏一致性使问题更加严重。她还要求各交易所建立多元的美元交易数据库，以备发生问题时回溯。交易所宣布将取消暴跌期间交易价格低于股票价格60%以上的交易。这使得那些以为自己赚到了毕生财富的交易商愤怒不已。也有人指责那些利用计算机通过算法进行交易的交易商，因为其价格数据分析远快于采取传统方式的交易者。

希腊的金融危机持续发酵。欧盟在2010年5月10日宣布对受波及的国家施以10000亿美元的救助，其中大约一半的资金由IMF提供。奥巴马政府一直敦促欧洲采取行动，并且为了保证欧洲的流动性，重新开放了在次贷危机期间建立的与欧洲中央银行的互换窗口。这一危机打压了欧元，并将黄金价格推高至每盎司1219.90美元的最高纪录。

2010年5月19日，欧元兑美元汇率跌至4年来最低点，1欧元兑1.21美元。德国在当天宣布对欧洲借款人采取信用紧缩性措施，限制无担保沽空。德国政府的这一单边超预期的行为引起股票市场的波动，也使得其他欧盟国家大为不快。鉴于德国经济持续不振，政府还宣布减少950亿美元政府预算。英国宣布也将减少在公共领域的支出。法国随之减少了548亿美元支出。据欧洲中央银行估计，欧盟各国银行在未来两年内将冲销约2400亿美元资产。

道琼斯工业平均指数在2010年5月20日下挫376点，报收于10068.01点。好消息是美国住房抵押贷款比率处于近50年来最低水平。2010年5月25日，两年期国库券的回报率跌至历史最低点。2010年5月26日，道琼斯指数降至10000点以下，5月的指数表现为1940年来最糟的。因首次购房税收优惠到期，5月新房销售下降。新房销售额跌至此统计指标1963年建立以来的

最低值。当月汽车销售和制造业活动有所提高，但零售业有所下降。

6月，美国劳动力市场报告不尽如人意，引致大幅市场出清。道琼斯工业平均指数在2010年4月26日至6月11日期间下降了12%以上。此后几天有所回升，之后是又一轮下降。6月23日美联储宣布，鉴于市场回转表现脆弱，利率在未来一段时间仍将维持在零左右。

保险公司林肯国民集团在2010年6月14日宣布将筹资10亿美元以上，用于偿还政府的TARP资金。同时，国家保险监管机构披露说，将会放弃原来计划向投资于抵押贷款支持债券的保险公司征收重额罚金的打算。马什·麦克伦南保险公司在2010年6月同意支付5亿美元以了结1992—2004年安然时代管理养老基金不当的指控。

2010年6月28日，在多伦多召开的G20会议遭到暴力抗议。与会领导人拒绝了奥巴马使其持续增加刺激性开支的请求，他们同意在未来3年内减少一半的赤字并减少刺激性支出。这反映了人们对赤字和美国以外的经济体经济复苏的担忧。国际清算银行也对赤字和过长时间维持低利率表示担心。欧洲中央银行宣布并没有新的银行流动性工具出台，要求银行偿还总额超过5000亿美元的一年期资金，此举引发了市场一定程度上的骚动。

2010年6月29日，随着消费者信心的下降，道琼斯工业平均指数下挫268.22点，降至10000点以下，报收于9870.30点，6月末指数比一年来最高点下降了12.8%。2010年7月2日，劳动市场报告出炉之后，道琼斯指数又开始下行。报告显示，尽管失业率从9.7%下降至9.5%，但仍处高位，而且这一下降还主要是因为劳动力供给减少了65.2万人。6月新增工作岗位仅有8.3万个，非农业领薪人数减少了12.5万人，因为之前人口普查的短期雇用已经结束。2010年7月6日，股市有所提振，指数重回10000点以上，是近一年来表现最好的一周。

华尔街再次赚得盆满钵满。摩根大通第二季度报盈利48亿美元，比前一年增长76%，但同时报告称消费者贷款方面的亏损仍处于非常高的水平。美洲银行第二季度盈利31亿美元，比前一年减少3%，预计新的金融服务法规会造成43亿美元收入损失，并且该将收取70亿~100亿美元与立法相关的成

本增加费用。

AIG在第二季度亏损27亿美元，比预计的要少些。AIG宣布正在与政府商讨偿还政府的救助资金，银行飞机租赁部门会在当年晚些时候偿还政府39亿美元。AIG还公布将对公众发行债券。花旗集团第二季度盈利27亿美元，比前一年减少37%。通用第二季度盈利31亿美元，比上一年增加16%。由于为了结与SEC的官司支付了5.5亿美元（在下一章详述）、税收增加和证券市场亏损，高盛集团第二季度收入减少了82%。

瑞士联合银行第二季度盈利20亿美元，同时宣布聘请高盛和美洲银行的前高管加强其美国经纪部门的住房抵押贷款业务。显然，瑞士联合银行做好了再次面对次级贷款风险的准备。摩根士丹利报盈利19.6亿美元，为高盛集团的3倍。富国银行季度盈利下降3.5%。全球曼氏金融在6个月的亏损之后，终于迎来了季度盈利。其CEO及董事会主席乔恩·科尔津曾是新泽西的州长并曾供职高盛，在竞选参议员失利后加入全球曼氏集团，扭转亏损局势。

苹果、微软和英特尔在第二季度都取得了很高的收益。戴尔公司也以1亿美元的代价了结了与SEC的官司，戴尔公司的创建人迈克尔·戴尔也为2002—2006年的会计操作指控付出了400万美元。惠普的CEO马克·赫德因为与其有关联的承包商伪造支出报告而被迫辞职。赫德获得了3500万美元的解职补偿金并加入了惠普的对手甲骨文公司。惠普曾为此起诉，但很快达成了和解。

美国电话电报公司、卡特彼勒、约翰迪尔和3M公司季度表现不俗。航空公司也扭亏为盈。福特第二季度盈利26亿美元，比前一年增长13%。福特的执行主席比尔·福特之前5年放弃从公司拿取任何报酬，第二季度报告之后，从公司获得了1500万美元薪酬，同时也得到了公司期权的2800万美元贴现。

7月汽车销售持续增长，通用第二季度报盈利13亿美元，公司CEO爱德华·惠特克辞职并由丹尼尔·阿克森继任，这是18个月以来第四任CEO。通用宣布将通过2010年8月的IPO筹资150亿美元。有些时候吸取教训并不是件易事。通用还宣布向大型次级消费放贷机构美国信贷公司付款35亿美元。

调整后的第一季度经济增长率上升到3.7%，而第二季度的增长低于预

期，为2.4%，随后又调整到不尽如人意的1.6%。第三季度开始的时候，美联储预计2010年美国经济将会适度增长3%。消费者储蓄率在5月和6月有所上升，分别达到8%和6.4%。在危机之前储蓄率处于2%以下，当然，储蓄率的上升也显示出人们对经济的持续担忧。和联邦政府赤字一样，贸易赤字也在增加。刺激计划在6月实施后，欧元区经济有所好转。对欧洲银行的压力测试结果在2010年7月23日公布，只有7家银行没有通过测试，批评者们认为测试过于宽松。德国经济显示出强劲增长势头，但仍面临着赤字不断上升的压力。

美国新建单体住宅销售在6月增长迅速，5月住房价格也有所增长，但住房市场仍存在不确定性。随着首次购房8000美元税收优惠的取消，库存开始增加，住房开工量和销售也进展缓慢。实际上，尽管30年抵押贷款固定利率在7月初的第一周下降到了4.49%，引发了一大拨再融资，但7月新房销售还是跌至15年来最低水平，比前一个月减少了27%。在偿付给政府19亿美元使用紧急救助资金的股息之后，房利美报季度亏损12亿美元，这是房利美3年来的最小亏损额，但同时它请求政府再追加15亿美元的救助。房地美第二季度的亏损为47亿美元，请求追加18亿美元政府救助款。

7月美国失业率维持在9.5%，工作岗位减少了13.1万个。有超过11%、总额达13000亿美元的消费者贷款没有及时还款。2010年前7个月，共有约300亿美元房产证券及消费者信贷方面的资产冲销。贷款额超过100万美元的抵押贷款中约有1/7拖欠还款，贷款额小于100万美元的抵押贷款中有1/12拖欠还款。

联邦储备委员会一年多来通过各种贷款工具为多数抵押贷款融资，融资额在10000万亿美元以上。7月的时候，政府修改抵押贷款合同计划还在挣扎之中。大约有60万份之前修改过的合同因房主在还款额减少后仍不能履行还款责任而撤销，这相当于按照住房可支付调整计划（HAMP）修改的贷款合同的一半的数量。此时只有42万份之前修改的合同永久生效，而且按照政府计划进行修改的合同数量非常少。

在第二季度收益比前一年减少92%的报告出来之后，KKR撤销了原定于

2010 年 8 月 9 日发行 5 亿美元股票的计划。这是 KKR 在纽交所上市之后的首个收入报告。由于投资者不再相信其盈利能力，那些用数量分析方法指导交易的量化对冲基金管理的资金规模已经从次贷危机开始时（2007 年）的 12000 亿美元减少到 2010 年 8 月的 4700 亿美元。另一方面，8 月的全球并购增长迅速，英特尔以 77 亿美元并购麦克菲，必和必拓以 390 亿美元恶意收购加拿大的钾肥公司。

2010 年 8 月 10 日，美联储表示出对经济复苏步伐的担心，并宣布将通过购入国库券来增加流动性。对于是否应当出售资产以缩小资产负债表的规模，美联储官们员的意见有分歧。伯南克劝说大多数官员保持资产的流动性，因为出售资产将会减少货币供应。伴随分歧出现的是人们对经济“二次触底”的担心，2010 年 8 月 12 日，道琼斯指数下挫 265. 42 点。由詹姆斯 · 米耶卡发明的技术指标“兴登堡凶兆”（以著名的飞船爆炸案命名）预测，在未来的几个月内股市将会暴跌。这种不确定性使得大批投资者抽逃股市，转向债券市场，压低了债市的收益率。2010 年 8 月 20 日，30 年期国库券的收益率为 3. 67%，而 5 年期国库券收益率只有 1. 47%。2010 年 1 ~7 月，投资者从证券类共同基金抽离的资金超过 330 亿美元。国外发行机构在美国发行扬基债券的规模也达到历史最高纪录。随着投资者撤离股市，甚至垃圾债券的发行也达到前所未有的规模。股市的下跌也为华尔街的解雇潮埋下了伏笔。

至此，明确的一点是美国已经爬出了次贷危机的泥潭，但经济复苏还存在不确定性，第三季度的经济状况不甚明朗。即将到来的中期选举的议题集中于奥巴马政府还没有解决的经济问题。显然，一年前通过的经济刺激计划代价高昂但效果并不理想。那些当初投票赞成 TARP 的政客们在 11 月参选时尤其受到猛烈的攻击，而医疗保健问题是另一个一触即发的政治热题。此时，还有一个令人不安的财政指标浮出水面，到 2010 年 9 月 30 日截止的财政年度联邦预算赤字达到惊人的 16500 万亿美元，比前两年多出了 10000 亿美元以上。这是自二战以来百分比增长最高的赤字水平。共和党在中期选举中攻击民主党不计后果地增加支出，造成了如此巨额的赤字。

此时正在酝酿的另一场政治战役就是，是否要延续即将在 2011 年到期的

布什政府减税计划。奥巴马政府希望只对那些收入在25万美元以下的纳税人延续减税计划，但共和党人和一些民主党人支持对所有纳税人延续减税。共和党人称，是富人创造了工作机会，增加税收会挫伤那些企业家扩大企业规模的积极性。民主党人坚持他们反对富人的民粹主义运动，认为增加税收会减少赤字。他们没有意料到的是，他们的观点得到了艾伦·格林斯潘的支持，格林斯潘试图通过支持加强监管和增加税收等这些他在美联储供职时反对的政策来重拾已经破碎一地的名声。与此同时，有媒体报道说，富人们正策划众多意在减少纳税的资产转移方案，以应对2011年可能增加的增税规定。

奥巴马总统的"复苏之夏"计划没能跨越式地启动停滞的经济。第三季度末失业率为9.6%。总统因收效甚微的经济刺激计划饱受责难，似乎他的政党将失去在众议院的控制权，参议院的情况也不容乐观。对政府的批评接踵而至，报道披露收到政府刺激消费的250美元支票的8.9万个人，或者已经死亡，或者还在监狱里。还有报道说洛杉矶1.11亿美元刺激经济的资金，只保住了55个工作岗位，每个工作岗位的成本是200万美元。在最不缺乏资金的华盛顿地区，平均每个人接受的经济刺激资金却是其他地区的3倍左右。

美国国家经济研究局（NBER）在2010年9月后知后觉地宣布，经济大衰退已经在15个月前的2009年6月结束。这一消息没有带给人们欢欣鼓舞的情绪，即使在经济衰退结束之后，还是减少了约33万个工作岗位。这是自大萧条以来持续时间最长的经济衰退，工作岗位共减少730万个，个人净资产平均减少21%。2010年每7个美国人中就有1个生活在贫困之中，并且约有一半的美国人在接受政府补贴的房子中生活。

联邦监管当局在2010年9月接管了3家大型"批发"信用协会。这些机构为零售信用协会提供融资及办公室服务。政府增加300亿美元担保给那些仍然存续的批发信用协会，并且判定资产曾达到500亿美元的信用协会进行清算。在2008年9月至2010年9月期间，共有280家银行破产，而且有10%的银行进入FDIC的密切监控名单。但因减少了贷款损失准备金，第三季度许多银行的收入成倍增加。

整个夏天股票市场都处于飘摇之中，9月的时候露出了曙光，指数在

2010 年 10 月 8 日突破 11000 点。由于美元价值暴跌至历史低点，外汇交易达到创纪录的水平。10 月黄金价格升至令人难以置信的每盎司 1370 美元。其他商品的价格也在快速上涨，棉花价格升至南北战争以来的最高点。

美洲银行、摩根大通和通用汽车金融服务公司因为归档问题在 10 月暂停了住房抵押品赎回业务，显然是“电子签名”惹的祸。房利美和房地美大约持有 20 万个丧失赎回权的房产，比上一年增加 1 倍。美联储仍致力于通过低利率和资产购买的量化宽松政策增加流动性以刺激经济。第三季度年度 GDP 只增长了 2%。

第7章 监管、改革和次贷危机

第1节　次贷危机爆发的原因

次贷危机后，危机产生的根本原因并未引起人们的关注。2009年5月，《反欺诈执法和复苏法案》(*Fraud, Enforcement, and Recovery Act*) 颁布，与此同时国会成立了金融危机调查委员会（FCIC），旨在让该委员会负责弄清次贷危机爆发的原因。虽然金融危机调查委员会应该保持中立，但是委员会主席菲尔·安吉里德斯（Phil Angelides）这位加利福尼亚州前财务总长，却是激进的公司治理支持者。他也是加利福尼亚雇员退休计划（CalPERS）公司治理运动的强烈支持者，他对所有事情均不急不忙并且毫无计划。金融危机调查委员会2010年1月才开始调查，到同年年底时才决定提交报告，相关听证会不仅召开的次数少，而且内容也是走马观花。

金融危机调查委员会在媒体上数次发表头版文章批评高盛不配合调查，这些指责发生在证券交易委员会对高盛提起诉讼（下文将详细描述）之后，看上去更像是夸大其词的宣传。金融危机调查委员会还公布了工作人员的几篇前期报告，这些报告从不同角度都认为评级公司的过度评级"可能是引发"危机的原因，而且非传统金融机构从事的"影子"银行业务，由于其高杠杆率、依赖短期信贷以及债务缺乏政府担保等，更易受到冲击。人们在不断争

论证券化是否增加了住房抵押贷款的违约率以及联邦立法是否导致了次级借贷的增长。还有报告对房地美和房利美次级借贷的业务增长进行了评估。

金融危机调查委员会行动迟缓，总统和国会认为必将无果而终，因此将其撤销，转而不断地推动监管改革立法，以明确现今制度中存在哪些缺陷致使次贷危机爆发，监管机构却毫无察觉。2010 年 7 月通过的改革立法长达 2300 页，涉及金融产业的各个方面，但也并不能保证未来不会再次出现金融危机。在对该立法进行阐述之前，我们需要分析危机产生的根本原因。

次级贷款的扶持政策

前财政部长亨利·鲍尔森将危机归咎于"不良的借贷行为"。[①] 美联储主席伯南克认为危机的原因在于外国投资者对次级证券需求过大，美国银行降低信用标准以满足其需求。[②]伯南克和奥巴马总统将美国国际集团（AIG）的倒闭归因于信用违约掉期不负责任的赌徒行为。新任财政部长蒂莫西·盖特纳则指责薪酬体系为金融服务公司的过度冒险提供了不当激励。实际上，更应受到批评的是政府的住房政策，这才是次贷危机爆发的根本原因。该政策旨在帮助穷人，特别是历史上一直被歧视的少数民族，希望给他们贷款以帮助其拥有住房。虽然意图很好，但该政策在执行过程中却出现了较大偏差。联邦政府强迫银行和政府支持企业房利美、房地美大量提供次级贷款。1975 年通过的《住房抵押贷款披露法》（HMDA）要求银行披露住房抵押贷款的来源,[③] 打击"红线区域"贷款，因违约率高，银行拒绝为这些处于红线区域的居民提供贷款，而这些红线区域往往是少数民族聚集的地区。这项立法后又出台了 1977 年《社区再投资法》（CRA），要求银行满足少数民族的信贷需求。

根据《社区再投资法》，银行监管机构按照银行为贫穷社区提供贷款的数量给银行评分。在批准银行并购前，银行监管者要考虑《社区再投资法》分

---

① Kevin Phillips, *Bad Money*, p. 30.

② Wessel, *In Fed We Trust*, p. 272.

③ 12U. S. C, § §2801 -2811.

值的高低。但直到1994年《里格尔—尼尔州际银行和分行效率法》（*Riegle - Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*）取消了州际并购的限制之后，《社区再投资法》分值才开始发挥作用。随着限制措施的取消，银行并购高潮也出现了。克林顿政府采取“全国居者有其屋战略”，利用银行并购的需求，通过《社区再投资法》分值压力给次级借款人增加贷款额。有位作者这样描述这种政策带来的变化：

银行被迫跳入红线区域，很快就发放了不需要任何现金存款的数以千计的贷款，这是史无前例的。银行内部的抵押贷款管理员为了获得《社区再投资法》较高分数被迫违规，虽然可能违约，但会取悦管理者以显示其对贫困借款人的慷慨。易于获取住房抵押贷款是比尔·克林顿民主党的发明。[①]

联储体系也采用了新《社区再投资法》，“按照起草条例的美联储官员的话说，在不发达地区建立了贷款软指标”。[②]

为了取悦监管机构，银行承诺提供上千亿美元CRA贷款。2003年美洲银行承诺提供7500亿美元10年期CRA次级借款。摩根大通银行承诺提供8000亿美元CRA次级借款。1999年花旗银行承诺提供1150亿美元10年期CRA借款。1998年华盛顿互助银行承诺提供1200亿美元CRA借款。1992—2007年，CRA借款承诺总额超过4.5万亿美元。

克林顿政府出台的再投资法政策使次级抵押贷款数量增长了80%。1995年，美国允许银行通过证券化将CRA贷款移出资产负债表。1997年贝尔斯登首次提出提供3.85亿美元贷款。在后来的10个月内该公司发行了19亿美元CRA证券化产品。10年后这种证券化贷款毁掉了该公司，并将华尔街推向次贷危机的深渊。政府还采取措施使银行更易于获得贷款以满足其承诺，为购买由非银行次级放款人发起的次级贷款提供CRA信用。这实际上起到了“仓库”的作用，从非银行发起人手中购买抵押贷款，再通过证券化销售。

---

① McDonald and Robinson, *A Colossal Failure of Common Sense*, p. 4.

② Congressional Senate Oversight Committee, Hearings on Regulation of the Financial Sector, January 14, 2009.

利用《社区再投资法》的"敲诈"

社区激进团体利用《社区再投资法》政策从银行获得资助资金，以此为条件承诺不反对基于《社区再投资法》的并购。"《社区再投资法》政策给社区组织赋予了许多权利，可以摧毁对穷人服务不够好的银行。这些社区组织成为穷人零首付抵押贷款的分配者，可能是件好事，但是结果却并不那么尽如人意。"[1]许多大银行被迫屈服于这种"敲诈"。参议员菲尔·格雷姆（Phil Gramm）在1999年《格雷姆—里奇—比利雷法》中加入相应条款，要求提交报告披露任何利用《社区再投资法》进行"敲诈"的支出，以阻止类似行为的发生。

社区激进团体是联邦住房政策的另外一个组成部分，该政策试图不顾风险扩张次级贷款。其政策支持通过社区再投资公司以美国社区工作的名义进行。这是国会特许的公共非盈利组织，由美联储理事任主席。它旨在通过与地方合作增加家庭获取可购住房的机会，其分支机构多达236个，在3000多个社区运行。

除此之外，社区工作还管理另一项计划，该计划为社区组织提供成千上百万美元的资金，为有困难的次贷借款人提供咨询服务。社区组织改革协会（Association of Community Organizations for Reform Now，ACORN）就是接受该计划的社区组织之一。该协会网站将自己描述为"国家最大的草根社区组织，拥有40万家庭会员，隶属于1200个社区分会，分布在全国大约75个城市"[2]。2009年国会向社区组织改革协会提供2500万美元，为偿还抵押贷款有困难的次级贷款放款人提供咨询，这只是3.33亿美元资金的一部分。大约有2700位这样的咨询人员获得住房和城市发展部（HUD）的认可，从事国家取消抵押品赎回权咨询计划工作，该计划中除了社区组织改革协会外，还有邻里援助公司、房屋所有权保护基金及国家信用咨询基金会等。

---

① Cohan, *House of Cards*, p. 297.

② ACORN, www. acorn. org/index. php? id = 12342.

社区组织改革协会是相关政策和计划的核心，这些计划使次级借贷大幅增加，但是任何人及机构不对此负责。该组织广泛参与支持自由党候选人的政治活动，并与奥巴马的总统竞选密切相关。社区组织改革协会的政治活动出现虚假注册投票人的丑闻，引起全国多个城市的数起诉讼。另一个丑闻出现在2009年9月福克斯新闻频道播出保密电影后，影片中有两个人假装咨询华盛顿特区、马里兰州的巴尔地摩和纽约布鲁克林的社区组织改革协会办公室，询问如何获得某个建筑物的抵押贷款以便从事妓院活动。一位社区组织改革协会代表建议在贷款申请中可以使用“表演艺术”而不是“妓女”来描述女性申请人的职业，还出主意教他们如何避税和洗钱，甚至还建议把从事妓女活动的低龄女子称为“交换生”。一位协会代表甚至还提出可以帮助这些女孩偷渡，进入美国。由于媒体如此曝光，2010年3月在资金用尽时，协会被迫解散。人们必然会有这样的疑问，即该组织是如何广泛参与了国家住房政策并获得了纳税人的资助。

令人难以相信的是，2010年9月由巴尼·弗兰克（Barney Frank，马萨诸塞州民主党）领导的民主党试图将《社区再投资法》的适用范围扩大至非银行机构。激进团体还支持给非法的外国人（“无证劳工”）提供次级贷款。这些人没有社会保险号，只拥有个人纳税人识别号（ITIN）。几家大银行包括摩根大通银行也提供这种贷款。花旗集团通过社区组织改革协会的合资企业提供个人纳税识别号贷款。个人纳税人识别号贷款首次出现于2003年，但遭到反对非法移民团体的反对。国会没能通过认可无证劳工移民法，矛盾不断，许多贷款人退出了该项目。2007年抵押贷款保险公司（MGIC）也终止给个人纳税识别号贷款提供保险。

首付款政策

美国邻里计划（NeighborWorks America）提供首付仅为5%的便利抵押贷款方式。较高比例首付款历来是确保贷款还款的重要工具。美国邻里计划证实，作为政府或准政府政策的一部分，该还款保障措施正被取缔。

1989年只有7%的住房抵押贷款的首付款比例不到10%。1994年8月，

低首付抵押贷款增加到29%。这一趋势持续到20世纪90年代，到1999年，50%以上的抵押贷款首付比例不足10%。1976年首次购房者的平均首付为18%，而1999年平均首付降到12.6%。到1999年，所有住房抵押贷款的5%以上资产净值为零或住房净值为负数。①

联邦住房管理局甚至将首付标准降至3%。2004年乔治·布什总统提出零首付计划，该计划允许联邦住房管理局提供无首付贷款。国会未通过此动议，价格不断上扬的住房市场也不再需要此计划。"到2005年，竟然有43%的首次购房者享受零首付或者获得的贷款额远超房屋价值。如果房价一年上升10%，零首付贷款在12个月后会获得10%的股权收益，或者至少在逻辑上是这样的。"②

安全和稳健的关切

美联储提示银行，《社区再投资法》贷款的发放要安全与稳健并重，但是次级贷款就定义本身而言是不安全和不稳健的，因为借款人没有良好的信用记录。美联储认为《社区再投资法》贷款不会引发次贷危机，许多次级贷款由非银行机构发行，而且没有获得《社区再投资法》信用。③金融危机调查委员会的工作人员在一份初步报告中指出，各项研究均质疑《社区再投资法》贷款是否是危机中违约事件的核心；除《社区再投资法》贷款以外，其他的次级借贷是否也在迅速增加。这些质疑忽视了这样的事实，即《社区再投资法》和政府政策要求大型银行提供次级借贷并使之合法化，在此之前这些大银行并不希望提供这种贷款业务。美联储前主席艾伦·格林斯潘于2008年10月在国会作证时说："回溯早期次级市场情境具有借鉴意义，这个市场基本上

① Congressional Senate Oversight Committee, Hearings on Regulation of the Financial Sector, January 14, 2009.

② 同上。

③ Randall S. Kroszner, "The Community Reinvestment Act and the Recent Mortgage Crisis," address delivered before the Confronting Concentrated Poverty Policy Forum, Washington, DC, December 3, 2008, www. federalreserve. gov/newsevents/speech/kroszner20081203a. htm.

来源于《社区再投资法》。"[①]

1993—1998年次级借贷增长近40%。证券化的次级住房抵押贷款总额从1994年的110亿美元增加到2002年的1400亿美元。[②]次级贷款的份额从1994年占住房抵押贷款的近5%增加到2007年的20%左右。1995年美国的次级贷款总额约为900亿美元，1998年扩大到1750亿美元。2007年此数值翻了一番还多。政府打开次贷市场之门，将银行推入，银行大量开发自认为合法、对社会负责的业务，并且以为利用模型和套期保值能够防范其内在风险。前参议员格拉姆（Gramm）认为："并非《社区再投资法》和联邦住房政策给借款机构施压发放高风险贷款，而是这些为借款机构提供了借口和监管保护。"[③]

按照之前的经验，相对于传统意义上的优级贷款，次级和次A级贷款在发起、销售和服务等方面对放款机构而言成本更高，信用风险也更大。但迫于政府压力进入市场后，投资银行很快发现该业务正合它们的胃口。在《社区再投资法》推动大型银行进入市场之前，次级放款机构最初以非银行机构为主。1994年次级市场上仅有10家放款机构，但到1998年增加到50家。到2001年，25家最大的次贷放款机构中有10家为银行或其附属机构。美林和贝尔斯登等投资银行也成为该市场的竞争者，毒瘤进一步扩散，深植到金融系统。

银行发现次级贷款颇有诱人之处，放款机构抵押贷款的利润来源于借贷利差。与传统贷款相比，次级贷款的利差达300或更高基点。此外，次级贷款的发行费及其他费用也高于其他贷款，从而诱使放款机构增加次级贷款发放。人们一直认为传统的商业银行和投资银行从事次级贷款违约风险过高。这些银行通过证券化分散违约风险，以便于满足《社区再投资法》的担保要求并促进银行高度参与市场，完成《社区再投资法》贷款配额，同时为银行并购计划提供方便。

---

① Gramm, "Deregulation and the Financial Panic."

② Roberto Quercia, Michael Stegman, and Walt Davis, "Assessing the Impact of North Carolina's Predatory Lending Law," *Housing Policy Debate* 15 (2004).

③ Gramm, "Deregulation and the Financial Panic."

房地美和房利美贷款配额

克林顿政府给房地美和房利美施压，要求其扩展次级贷款业务，助推次级借贷加速发展。国会也鼓励房地美和房利美开展次级借贷业务。1992 年，国会制定 1993—1995 年间政府支持企业次级借贷业务具体量化目标，要求将 30% 的融资提供给中低收入借款者，30% 的融资目标为大城市房地产。另外，还明确政府支持企业为次级借款人提供的贷款总额不少于 35 亿美元。上述计划给这两家政府支持企业本已复杂的资产组合增加了新的风险。1996 年，住房和城市发展部秘书亨利 · 西斯内罗斯（Henry Cisneros）向房地美和房利美提出以下比例要求：42% 的贷款和担保必须提供给中低收入家庭。1999 年 11 月，房利美副主席杰米 · 戈雷利克（Jamie Gorelick）大张旗鼓地宣布，仅新泽西州一地，房利美为包括无首付贷款人在内的房主提供的次级贷款就将达 180 亿美元。

克林顿政府对次贷危机的爆发也不能完全免责。2008 年 10 月 19 日西斯内罗斯成为《纽约时报》头版报道的对象，文章指责他支持将政府贷款项目扩展至无负担能力的抵押贷款借款人，从而助长了次贷危机。卸任政府官员后，西斯内罗斯被推选进入 KB 房产公司和美国国家金融服务公司董事会，这两家公司分别是美国最大的房屋建筑商和最大的次级抵押贷款机构之一。美国国家金融服务公司是处于领先地位的次贷机构，次贷危机中被迫由美洲银行施行紧急救助，而美洲银行通过问题资产救助计划由纳税人进行救助。KB 房产公司在次贷危机中损失巨大，司法部指控其在销售中违规操作。

富兰克林 · 雷恩斯在房利美就职时，放宽了信用条件，从而扩大了次贷风险，他无视房利美次级借贷的风险，甚至在 2003 年曾宣称房利美基于风险管理的资本金要求能够“防止在极端利率变化、持续萧条信用状态、出现重大操作或管理失误情况下倒闭。”[①] 他认为，尽管房利美属于私人公司，但仍然是“国家住房政策的实施工具。”[②]他吹嘘标普和万事通公司（Corporate Li-

① Fannie Mae, *Housing Matters*, p. 6.

② Fannie Mae, *Housing Matters*, p. 13.

brary）均对房利美的公司治理结构给予较高评价。

在房利美任职期间，雷恩斯将抵押贷款的首付比例从房屋价值的10%～20%降到500美元，他为此颇感自豪。许多放款为零首付，同样让他津津乐道。更自豪的是，房利美还启动美国之梦计划，要在21世纪的首个10年内发放2万亿美元次级贷款，后来很快在此基础上又追加3000亿美元。2003年雷恩斯宣称："在美国，没有任何一家公司能比我们公司给低收入家庭提供更多的抵押贷款资金，我认为这才是检验我们是否是市场领导者的真正方法。"[①]这也正是造成房地美和房利美倒闭的原因，直至几乎摧毁了美国经济。

1999年9月，房利美宣布放宽次级抵押贷款申请的要求以提高低收入借款人拥有房屋的比率。该计划旨在鼓励银行给这些不符合常规贷款条件的借款人提供贷款。除此之外，房利美还降低了首付款要求。

在过去十多年中，房地美和房利美降低了二级市场购买贷款的首付要求。首付要求从10%降到5%，继而降到3%……最后，房利美宣布会仿效房地美的做法，将首付降为零。虽然它们购买了低首付贷款，但是这些贷款必须投保"私人贷款保险"（PMI）。拥有私人贷款保险的房屋，其房屋成交手续费用还可以利用非担保贷款、赠品或补贴等获得借款。这意味着不仅买方可以零首付购买新房，而且抵押贷款还可以为房屋成交手续费融资。[②]

房利美和房地美为了推动次级贷款的扩张，无视经济和公司稳健运行的内在要求。房利美次级贷款的利差只比传统的30年固定抵押贷款高1%，而私营次级贷款市场应为3%～4%。这意味着其贷款风险根本得不到充分补偿。

安德鲁·科莫

安德鲁·科莫继任艾略特·斯皮策之后成为从事改革运动的纽约州检察总长。2002年科莫作为民主党候选人竞选纽约州州长失败。科莫是个缺乏活

① Fannie Mae, *Housing Matters*, P. 17.

② Congressional Senate Oversight Committee, Hearings on Regulation of the Financial Sector, January 14, 2009.

力的竞选者，他需要增加与投票人的互动。他决定放弃 2006 年的州长提名，因为斯皮策已经宣布参加竞选并且似乎必胜无疑。于是，科莫开始争取斯皮策空出的纽约州检察总长职位。科莫赢得了选举，但是那是场势均力敌的全国选举，民主党将共和党从办公室中扫地出门，而且只要他能够作为从事改革运动的检察总长获得足够多的公众支持，科莫在未来选举中有可能继斯皮策之位成为州长。虽然科莫没有斯皮策那么多积怨，但是他同斯皮策一样咄咄逼人，同样因对华尔街的指控而曝光频频。

继斯皮策之后，科莫开始充分利用《马丁法案》。该法案旨在阻止证券的欺诈性操作，20 世纪 20 年代在纽约通过后，直到斯皮策到任前一直处于休眠状态。闻名遐迩的相关事例是达力智（Dynegy，能源公司）公司，科莫依据《马丁法案》指控这家公司，理由是达力智公司没有恰当地披露计划建造的燃煤电厂的碳排放量。民主党支持者视这类电厂为全球气候变暖的罪魁祸首，因而科莫极力反对。美国前副总统艾尔·戈尔也是气候变化运动的领导人，后来也加入了科莫的队伍，最终结果是达力智公司同意以下解决方案：公司在证券交易委员会文件中披露与气候变化和碳排放相关的风险。为什么戈尔会出席州指控案件的结案会？为什么科莫对应该进入证券交易委员会财务报告中的案件指手画脚？这些问题没人提出，更没有答案。

科莫一直处于次贷危机的前线和中心，高调调查拍卖利率证券、学生贷款、美林发放奖金和其他接受政府救助的公司等事件就是例证。与斯皮策相同，科莫好像将自己作为政府的分支机构，常取代证券交易委员会扮演华尔街监管者的角色。引人关切的问题是，除了科莫频频登上报纸头条，这些指控有什么结果？与此相关的案件中，证券交易委员会、科莫和北卡罗来纳检察长均单独指控美洲银行及其首席执行官肯尼思·刘易斯，认为在股东投票批准美林与美洲银行合并前，公司未披露意外亏损属于欺诈。这种重复指控造成政府资源的浪费，但无人理会，科莫为此再次登上报纸头条，并巩固了他在 2010 年州长竞选中的地位。

虽然拍卖利率证券事件的最后，经纪公司被迫赔偿了投资者损失，但是看上去仅仅是对冻结投资的被迫救助。由此不幸案例开始，经纪公司需要为

所销售的证券进行担保。许多公司迫于科莫的威胁没有表示反对，只能为此买单。科莫打击像嘉信理财（Charles Schwab）这种出售拍卖利率票据贴现经纪公司的行为有些过分，这些公司没有推荐而且也没有承销拍卖利率证券。嘉信理财决心挑战科莫的越权行为，拒绝某些规定支付项目。

科莫的次级市场改革经历具有讽刺意味。作为纽约州前州长马里奥·科莫（Mario Cuomo）的儿子和嘉里·肯尼迪（Kerry Kenned，罗伯特·肯尼迪的女儿）的前夫，科莫曾在州长办公室为他父亲效力，并且成立了名为“困难家庭住房企业”（HELP）的非营利公司。此经历为他1993—2001年间任职住房和城市发展部奠定了基础，并于1997年升任该部部长。作为住房和城市发展部的秘书，2000年科莫将房利美和房地美的次级贷份额增加到50%。[①]因此，科莫在检察总长的网站吹嘘说：“在科莫的领导下，住房和城市发展部已经从死水一潭的官僚机构变身为生机勃勃的住房市场发展的发动机。”[②]

布什政府

布什政府不断推动扩大次级借贷政策，《美国梦首付款法案》于2003年12月16日通过并成为法律，进一步促进了次级贷款的发展。该立法授权每年为低收入家庭首次购房者提供多达2亿美元援助，用于支付首付和手续费。单笔资助资金不能超过1万美元或房屋价格的6%。2002年布什总统宣布，政府计划使550万名少数民族在未来拥有住房。

在布什政府的督促下，2002年房地美和房利美次级市场的参与度提高。2004年住房和城市发展部也给这两家公司施压，要求增加次级贷款规模，提高低收入借款人贷款比例。房利美和房地美计划投资AAA级私营结构性投资工具以达到以上要求。

次级贷款的违约率要比传统贷款高6倍，以下便是当时的事实：

到2005年，住房和城市发展部要求房利美和房地美购买的所有贷款的

① Dick Morris and Eileen McGann, *Catastrophe and How to Fight Back*, p. 81.

② Office of the Attorney General of the State of New York, www. oag. state. ny. us/about. html.

45%必须针对中低收入借款人。住房和城市发展部还进一步要求，中心城市和其他服务未及地区贷款须占房利美和房地美证券投资组合的32%，而且它们购买贷款的22%须来自“非常低收入家庭或居住在低收入社区的家庭。”①

2002—2007年间，次级抵押贷款发放总额为2.6万亿美元，占所有抵押贷款的20%。房利美和房地美并购活动和证券化数量的增加功不可没。不过，以上数字无法呈现由此带来的金融系统风险。次优级贷款是指级别稍高于次级贷款的贷款。次优级贷款借款人的FICO评分高于次级贷款。次优级贷款的缺点是，往往不要求借款人出具信用证明材料，或信用证明材料不充分。在“自报收入贷款”中，借款人不需要提供收入证明，只需自报收入，所以又称为“谎报贷款”。2006年，40%新发起的抵押贷款为次级贷款或者次优级贷款。

由此可见，政府住房政策是次级贷款市场爆发性增长的主因。有人如此评论道：

正是政府的政策导致了低质量贷款的产生。从20世纪90年代早期开始，政府完全放弃长久以来抵押贷款市场遵循的审慎借贷原则，一直试图扩大房屋所有权群体。政府支持企业的动机逐渐明朗。房利美和房地美适用于住房和城市发展部颁布的“经济适用房”监管规定，监管条例对房利美和房地美购买中等收入或低于中等收入抵押贷款作出相应规定。20世纪90年代早期，规定的购买比例为30%，后来逐渐上升，到2007年要求占所有抵押贷款的比例达到55%，其中包括25%须为低收入家庭住房贷款。②

利率政策

事实证明，美联储21世纪利率政策失败，而该失策是源起早期的成功。1982年，当时的美联储主席保罗·沃尔克采用猛药，史无前例地大幅提高利率以抑制严重的通胀。沃尔克的措施曾将美国带入严重的经济衰退，不过之

① Howard Husock, “Housing Goals We Can't Afford,” *New York Times*, December 11, 2008.

② Peter J. Wallison, “Barney Frank, Predatory Lender,” *Wall Street Journal*, October 16, 2009.

后经济却复苏并进入繁荣时代。沃尔克的以上措施深深烙入继任美联储主席们的记忆，使继任者宁可冒着经济严重衰退的风险，也要遏制通胀。继任者说服美联储通过提高利率来抑制通胀或消除泡沫从而掌控经济，而当经济出现衰退迹象时，则通过降息促进经济增长。

事实证明，利率是非常迟缓的政策工具，其政策的运用需要一定技巧和谋略，政府恰恰缺乏这些特质。利率政策的市场效应清晰可辨，但美联储却视而不见。例如，美联储于1994年2月5年来首次提高短期利率，引起债券市场的混乱，造成上千亿美元巨额损失。尤其值得一提的是，利率上升造成抵押贷款还款延迟，延长了担保抵押证券的平均到期期限，破坏了担保抵押证券市场，投资者深受打击，担保抵押证券市场崩溃，华尔街数家大型金融公司遭受巨额损失。

1995年美联储转换路径，采用低利率政策刺激疲软的经济，引发股票市场泡沫。泡沫产生后，时任美联储主席阿兰·格林斯潘认为市场可能受到“非理性繁荣”影响，于是迅速提高利率，引起2000年股票市场大跌，2001年经济受挫。之后美联储又大幅降息，扩大流动性，形成住宅市场的另一个泡沫。受到美联储一连串眼花缭乱加息的影响，房地产泡沫进一步扩大，经济陷入深渊。多次降息后，次贷危机发生时利率几乎为零，一旦经济显现复苏迹象，上述过程又将重复。

目标利率

在没有经济危机的时期，美联储关注通胀并对“目标”通胀率展开大讨论。经济危机的爆发使人们无暇顾及通胀，当通胀对经济造成较大破坏时，才重新进入人们的视野。这种错误做法必须通过提高确定性加以纠正，以使整体经济和商业体系能够适当规划。美联储需要制定出“正常状态”利率水平，当通胀指数或其他经济条件发生变化时，可根据确定的公式渐近降低或提高利率，以期利率回归均衡的目标“正常状态”利率。这样商业机构会根据形势的变化判断美联储将采取的措施，为加息或减息作相应的规划，而不是通过占卜来预测未来。

20 世纪 80 年代沃克尔已经证明，美联储的确能在抑制通胀方面有所作为，如果能够将核心物价通胀率与利率挂钩的话，经济确定性将大幅提高。这样，当通胀上升时，财务规划更加具有灵活性动作空间。实际上这并非新观点，斯坦福大学经济学教授约翰·泰勒（John Taylor）的“泰勒法则”通过公式来确定利率。“根据通胀目标与美联储目标的差距，真实经济与充分就业目标的差距，以及经济复苏时要求的短期利率来确定利率。”[①]经济学家罗伯特·巴贝拉（Robert Barbera）提出的利率确定公式，同时将信贷利差和通胀率的变化考虑在内。类似的方法总会好过目前过山车式的调控。

利率变化的效应往往滞后几个月才能显现，但美联储急于求成，快速密集采取一连串利率调整政策，显然美联储的举措过犹不及，或者使经济停滞不前或者引发了泡沫。次贷危机中，联邦基金的目标利率降到几乎为零，未来利率变化的唯一指导是美联储主席伯南克的公开表述，利率将“在一定的时期内”保持低位，通常这一表述被解读为至少未来几个月的变化趋势。

市场需要的是基于确定规则的明确指导，这样金融市场才能以理性方式根据变化进行规划和调整。譬如，伯南克可以宣布美联储和经济学家预计经济将在 2011 年中期复苏，这样市场会预期利率将上调 1/4，于是 2011 年 12 月开始利率上调 0.25%，然后逐渐上调，直至达到“正常状态”目标利率（例如，3%）。他也可以进一步表态，只要利率调整符合确定的通胀公式计算结果，美联储将暂停提高利率。上述措施将使美联储摆脱无力胜任的经济管理的角色，也可以让暴露在利率风险中的投资者和机构根据利率状况进行更好的规划。

套利交易

在次级贷款操作中，放款机构通常以短期利率汇集资金，然后以较高的长期利率借给次级借款人。由于长期利率高于短期利率，借贷之间存在的利差便形成利润。只要收益率差价持续不断，该利差就可以通过次级抵押贷款

---

① Wessel, *In Fed We Trust*, p. 122.

汇集资金的担保抵押证券创造稳定的利润。但是当短期利率上升的幅度超过长期利率时，利润率降低，形成负债。2004 年 6 月至 2006 年 6 月间，美联储连续 17 次提高短期利率，情况便是如此，短期商业票据支持的担保抵押证券无以为继。随着 2007 年信用危机的爆发，后续资金来源出现问题。如果加息政策明确，相关机构就可以更好地预测并防范套利交易的危险。

银行同样受到了长期、短期利率错配的影响。正如一位作者所写：

1907 年的经济恐慌促成联邦储备体系的建立，同时人们也认识到，银行在经济中起着独特和重要的作用，吸收存款并借入短期资金（社会储蓄），利用长期贷款为社会投资融通资金。银行吸收的存款可能随时提取，而借出的资金只有到期时才会偿还，这种时间错配使银行非常脆弱。因此要求银行储备部分资金应急，保持充足的资本金以减少损失，这就要求银行要接受政府的监管，避免不审慎风险，而且拥有危机时获得美联储借款的权利。[①]

美联储非常规地上调短期利率，压低收益曲线，银行没有充足时间规划采取保护措施，因而打破了这种监管平衡。银行无能为力，只有依靠美联储补充流动性。危机发生时，降低利率也引发对其他套利交易的担忧。例如，2009 年 11 月中国批评美联储允许投资者以极低的利率借入资金以购买海外较高收益资产。德国早些时候也曾发出类似警告。但美联储在 11 月却发声说，低利率鼓励过度冒险的风险并不高。

美联储的流动性调节作用

19 世纪的沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）认为，央行在经济中的重要作用就是在必要的时候提供流动性。可以说，在发生危机时，美联储和财政部除个别情况，总体上挺身而出，起到了这个作用。经济学家安娜·施瓦茨（Anna Schwartz）曾指责美联储在金融体系缺乏流动性，经济大萧条的时候，没能及时察觉并合理应对经济面的衰退。伯南克和鲍尔森在次贷危机中决心不再犯同样的错误。尽管事实再次证明你怎样做都不可能使每个人都高兴，

① Wessel, *In Fed We Trust*, P. 149.

施瓦茨批评鲍尔森和伯南克给贝尔斯登提供贷款是无理行为。

政府救助和银行紧急贷款工具包括：

（1）扩大美联储贴现窗口使用范围。该工具贷款金额从2007年9月的13亿美元增加到2009年6月的1250亿美元。

（2）提供7000亿美元问题资产救助计划。

（3）推出28天（后来为84天）短期拍卖工具（TAF），从2007年12月17日最初的200亿美元增加到2008年底的未到期贷款4210亿美元。

（4）定期证券借贷便利（TSLF）。为重要交易商提供的隔夜拆借工具贷款期限延长到28天并允许对其借贷提供非流动性担保，该便利计划从2007年12月的200亿美元增加到2008年5月的1500亿美元，并于2010年2月1日终止。

（5）资产支持商业票据和货币市场互助基金流动性工具。在储备基金出现问题后，对资产支持商业票据提供无追索权贷款以便抑制货币市场恐慌。此工具于2010年2月1日终止使用。

（6）2008年10月7日推出商业票据融资工具（CPFF）。通过特殊目的的工具从公司发行者手中购买非担保资产支持商业票据。到2008年12月31日，这项计划共计购买3340亿美元资产。该工具于2010年2月1日停止。

（7）创建于2008年10月21日的货币市场投资者融资工具（MMIFF），从货币市场基金中共购买6000亿美元资产；这项较少使用的工具于2009年6月终止。

（8）创立于2008年11月25日的6000亿美元抵押贷款支持购买计划，直接购买房地美、房利美和联邦住房贷款银行5000亿美元债务。2009年3月18日总额增加到1.25万亿美元，到2009年6月已经完成4270亿美元购买计划。美联储也于2010年3月31日完成了该计划下的全部购买计划。[①]

（9）增加与国外中央银行的货币互换额度。2008年12月底到期名义金额达到6140亿美元，2009年6月降到1760亿美元。

---

① Hal S. Scott, *The Global Financial Crisis.*

(10) 对美联储持有的银行储备支付利息。

(11) 联邦存款保险公司临时流动性担保计划。对由储蓄机构和银行发行的到期时间为2012年底的债务提供担保。到2009年7月，约有3200亿美元债务得到担保，该计划于2010年12月31日终止。

(12) 联邦存款保险账户保险扩展计划。2008年10月最大保额介于10万~20万美元，到2010年成为永久性条款。

(13) 2009年3月将2000亿美元定期资产支持证券贷款便利扩展到1万亿美元，基于信用卡债务、消费者贷款和学生贷款等信用担保，为商业公司、银行和对冲基金提供安全、非追溯贷款。

除了这些计划，布什总统于2009年2月13日签署法律，通过1680亿美元经济刺激计划，几乎在一年之后，2009年2月17日，奥巴马总统签署法律，通过7870亿美元经济刺激计划。

"直升机本"和"反坦克导弹汉克"

美联储主席伯南克曾经表示支持经济学家米尔顿·弗里德曼的观点，政府可用"直升机撒钱"抑制通货紧缩。这番赞同之辞使伯南克赢得了"直升机本"的绰号。次贷危机中，他和财政部长亨利·鲍尔森及纽联储主席蒂莫西·盖特纳共同起到这种作用。鲍尔森是位笨拙的政治家，但是他真诚地说服国会提供资金，将救助金融机构的"水枪"变成旨在增强市场信心的"反坦克枪"。

三个决定性人物拒绝救助雷曼兄弟似乎是错误的决定，从而引发了2008年秋季的巨大恐慌，但他们却很快调转方向，对美国国际集团实施救助，并为防止恐慌蔓延而为货币市场基金提供支持。另外一个错误决定是，鲍尔森和伯南克决定停止使用问题资产救助计划购买金融机构的问题金融资产，像20世纪30年代复兴金融公司采用的计划一样转为注资，当时的注资努力以惨败而告终。问题资产救助计划确实具有稳定作用，但是也引发了民粹主义讨伐大型金融机构的活动，从而导致监管成本升高。美联储和财政部的其他资产购买计划并没有受到类似批评。

联邦政府认为某些金融机构"太大而不能倒"，这是否会产生危险的道德风险的争论一直持续发酵；否则，伯南克、鲍尔森和盖特纳将成为央行和财政部在金融危机中有效运作的样板。批评者认为美联储不但没能成为最后贷款人，反而成了最后贷款人的当铺老板。20世纪30年代财政部长安德鲁·门罗（Andrew Mellon）表达得更加极端，赫伯特·胡夫（Herbert Hover）总统曾说，"清算劳工、清算股票、清算农场主、清算房地产"。[1]

从这次和以往的金融危机中我们可以清晰地看到政府的行为无规律可循且无预见性。有时政府会介入解救像大陆伊利诺斯银行这样的特定机构，但任由像佩恩广场银行或德崇证券这些机构倒闭。再比如，当安然公司处于紧急关头时，尽管公司的倒闭将会产生长期的经济后果，政府却置之不理，其原因是如果救助安然公司，在政治上会受到批评。此类不公平待遇在次贷危机中表现得更加明显。对贝尔斯登、美林和美联银行的解救属于被迫"联姻"，而对花旗集团、美洲银行和美国国际集团等的救助则直接使用政府资金。与此相对应，却任由雷曼兄弟倒闭，引发全球恐慌。

关于政府实施救助的争论一直没有达成一致意见。一些人认为政府不应该出手相助，失败或者成功应该由市场决定。这些反对政府救助的批评者认为市场和经济的周期性变化以"创造性破坏"的形式促进社会进步，必要并且有益。另一些人则认为要不惜一切代价维持稳定，他们需要的是没有恐慌的经济。有些批评者认为，应该对金融服务业进行救助以避免恐慌；另外一些批评者支持救助处于困境的行业，比如汽车业。鲍尔森和伯南克试图采取介于两者之间的中间道路，尽管道路并不平坦，但还是成功地避免了经济的全面崩溃。

至少从1790年以来，政府一直在寻找防止恐慌和经济大幅下滑的方案或机制。如同寻找癌症的治疗秘籍，这种努力不是非常成功。科学地设计一种方案来决定是否救助，或者选择哪些公司予以救助、哪些不予救助似乎不太可能。目前临时决定实施的结果与之前的预期大概一致。市场参与者完全无

---

① Wessel, *In Fed We Trust*, p. 46.

法确定如果过度冒险的话他们是否会被救助。政府也不确定如果救助过多的公司，是否会干扰、破坏市场规律的运行。但是，如果放弃救助像雷曼兄弟这样可能引发系统性风险的公司，就会造成恐慌。正如大家所看到的，2010年7月通过的立法试图规范这种决策的过程，但结果是决策过程更加僵化和官僚化。这非常不利，因为金融危机发生时，时间和果断决策至关重要。

资本金要求

金融危机发生时，银行的资本金要求成为监管的重中之重。2008年10月正是次贷危机高峰时期，为了防患于未然，欧盟考虑修改资本金要求。修改提案包括强化银行证券化带来的大规模风险敞口管理、强化银行购买次级抵押贷款等担保债务的风险管理，这些抵押贷款债务已经给欧洲银行造成了巨额损失。欧盟还考虑建立“学院监事会”对跨境银行及美国在欧洲的分支机构进行监管，同时进一步提升银行资本的质量。法国中央银行副行长让－保罗·何端（Jean－Paul Redouin）明确指出银行需要何种改革。他在2007年10月指出，次贷危机的发行，要求重新制定新型金融产品的风险评估方式。他还呼吁开发针对复杂结构产品风险的新型和通用的评估架构。

2008年4月，巴塞尔委员会希望银行增加资本以支持结构化产品和表外特殊工具产品，当时它们造成次级抵押贷款的巨额损失。2008年11月20日，巴塞尔委员会发布修订后的巴塞尔协议（巴塞尔Ⅲ），以强化交易资产和表外风险的监管。修订内容包括对担保债务凭证增加独立的资本金要求。建立缓冲基金，以便在经济存在压力或逆周期时，可以有适当减少资本金要求的调整空间并提高一级资本的质量。为了限制杠杆率，巴塞尔委员会考虑是否应该基于风险的度量方式，在审慎和风险管理系统中辅以固定的绝对总量的衡量方式。

巴塞尔委员会同意在2010年9月召开的G20会议上要求成员银行大幅提高资本水平（从风险加权资产的2%提高到7%）和质量。至少50%的股权应来自于普通股东和留存收益。预计这一要求对欧洲银行的影响会比较大。允许银行监管机构控制红利和股票的赎回，防止资本耗尽。银行监管者同意从

2013 年开始逐步实施这些更为严格的要求。

2009 年 6 月，奥巴马政府建议提高大型金融机构的资本金要求，并且要求银行持有一定比例本公司发起的贷款。出于某种原因，新规则还要求实业贷款公司转为银行持股公司并接受严格的联邦监管，符合资本金要求。像塔吉特公司（Target）这样的分销商，常常利用实业贷款公司为向顾客推销产品提供融资。这些实业贷款公司拥有州政府的许可，监管比较宽松。如果这些公司纳入银行监管体系，预计有许多这样的公司会因成本上升而关闭。如果这些公司倒闭的话，消费者会更难以获得贷款。当然，这些公司销售产品也会更加艰难。2010 年 7 月通过的立法规定联邦存款保险公司不再为实业银行、信用卡银行和信托银行提供保险。

同年 10 月伯南克更是变本加厉，建议美联储关注银行业的资本金要求，以防止再次发生危机。他考虑要求大型银行增加附加资本，提高一级资本金，并且保证“应急”资本在经济出现问题时，债务可转为普通股。2010 年 4 月国际货币基金组织也随之应和，倡议对具有系统性风险的银行施行较高的资本金要求。但 2010 年 6 月 27 日 G20 多伦多会议决定推后几年再实施更严格的资本金要求，同时由于担心经济持续疲软，各国监管机构同意降低资本金要求。

2010 年 7 月，巴塞尔会议进一步讨论通过了框架协议（德国不同意），重新定义核心资本，把非传统股权占总资本的比例限制在 15% 以内。美国州立保险监管机构也宣布，将取消提高投资于抵押贷款证券的保险公司资本金的提议。

修订银行资本金要求的努力说明了一个不争的事实，那就是监管机构无力阻止金融危机的发生。国际银行监管机构花费数年针对银行业出台了巴塞尔 I 和巴塞尔 II 的资本金要求，但是这些强制性要求没能避免许多大型银行倒闭。实际上，巴塞尔资本金要求鼓励接受银行监管的次级贷款，2001 年美国监管机构修改并大幅降低 AA 级或 AAA 级抵押支持工具的资本金要求，其资本金要求比针对个人的抵押贷款或商业贷款的要求还要低。正如一位评论

人员所说，银行面对诱惑，购买了大量证券化抵押贷款。[1]

资本金要求带来的另外一个问题是，当处于次贷危机高峰时，监管机构传递给银行的信息非常不明确。救助计划要求银行借出联邦政府提供的资金，同时银行监管者给银行施压，要求增加资本，一级资本要从6%增加到8%，核心资本从10%增加到12%。然而，资本金要求的增加减少了借贷所需资金并加大了信用恐慌。1937年也发生过类似的情况，当时美联储要求银行增加1倍的准备金，妨碍了经济复苏。资本金的增加应该逆周期进行，以防止在危机时给金融体系增加额外的压力。

财政部意识到了这一点，并于2009年9月发布增加资本金要求的政策说明，宣布未来的资本金要求逆周期进行，要求银行在状况好的时候增加资本，以便在经济下行时有充足的可用资本。2010年通过的金融改革法规定，资本金要求应该逆周期，以便资本要求在经济上升时增加，在经济下行时减少。在此次次贷危机发生时及后续时段，要求银行在极端不利的市场条件下提高资本，银行有心无力而且成本颇高。

财政部进而建议对银行实行简单的杠杆率管理，其中包括表外项目，联邦存款保险公司一直支持这种管理方式。此外，还要求普通股应占银行一级资本的较大份额。2010年7月通过的金融服务法采纳了以上建议。

由于许多银行运营状况不佳，财政部计划延后一段时间施行更高的资本标准。次贷危机爆发后，联邦存款保险公司建议对资本不充足银行的存款利率进行上限限制。这种情形似乎是通胀时期利率上限管制的重演，当时的管制效果并不好。

摩根大通内部报告预测，如果实施奥巴马政府的资本和其他监管措施，大型银行盈利可能减少1/3。这恰恰是问题的核心所在，绝大多数金融机构高度杠杆化，银行依靠借入资金为借贷活动融资。提高资本金要求并不会降低银行杠杆率，只会对某些加杠杆渠道起到限制作用。要使银行真正去除杠杆，资本金要求必须高得足够迫使其退出某些业务经营，或者银行会介入对冲基

---

① Jeffrey Friedman, "Bank Pay and the Financial Crisis," *Wall Street Journal*, September 24, 2009.

金以从事杠杆业务。对此，金融工程师的解决方案可能是或有可转换债券（Contingent Convertible Bonds，CoCos），当银行资本不足时债券可转换为股权，以增加股本基数并降低债权人的资产需求。

SEC 的资本金要求

修订后的银行资本金要求是 SEC 和银行监管机构之间就银行贷款损失准备金问题长期斗争的一个结果。资本金要求修订之后，随之产生了新问题。SEC 关注的是银行设立超额准备金并把准备金作为“甜饼罐”来平滑收益。在银行监管机构眼中，准备金越多越好，超额准备金可以有效抵消经济下行的损失。外国银行通常以充分披露信息的名义禁止银行在市场下行时秘密设立储备金，SEC 也是如此，其实此规定对银行不利。

SEC 制定的经纪商/零售商最低净资本计划彻底失败了。次贷危机中，美林、贝尔斯登和雷曼兄弟倒闭后，SEC 受到严厉指责，因为他们完全没有意识到这些经纪公司/零售公司的内部风险管理系统无法预测或模拟钟形曲线中“厚尾”处出现的剧烈市场变动。仿照欧盟的规定，SEC 将经纪商/零售商归入“合并监管对象”（Consolidated Supervised Entities，CSEs），不必遵守最低净资本规定。因此，这些公司利用内部风险模型确定资本需求。合并监管对象为这些大型金融机构释放了大量资本，但同时也减少了出现损失时的缓冲能力。当然，除了合并监管对象的风险模型，还存在其他缺陷。多数风险模型，包括那些按照巴塞尔协议Ⅱ开发的模型，并没有按照公允价值会计要求，以出清的价格为抵押担保债券估值，从而进行风险管理。所以，次贷危机发生时，与合并监管对象一样，大型银行遭受了巨额损失。特别值得一提的是，银行监管机构派驻银行的检查人员同样没有发现高级次级担保抵押债券存在的危险。

2008 年 9 月 26 日，SEC 承认合并监管对象计划失败并决定放弃该计划。当时，没有一家合并监管对象受到应有的监管。美林、贝尔斯登和雷曼兄弟倒闭，幸免于难的合并监管对象有高盛和摩根士丹利。次贷危机中这两家公司也被迫转制为银行持股公司，这样才可以使用美联储借贷便利。从此，高

盛和摩根士丹利主要服从银行监管机构的监管，而不是证券交易委员会。其实，SEC 的总检察长也发现，按照合并监管对象基于风险的资本管理方式监管经纪公司/零售公司的方式存在不足。总检察长认为 SEC 没能按照《1990年市场改革法》的要求监管大型金融服务公司，该法的制定背景是德崇证券持股公司从受监管的经纪公司/零售公司劫掠资金，试图逃过破产，但并没有成功。

有些针对证券交易市场资本金的建议比较极端。2009 年，美国行业自律机构——金融业监管局（FINRA）提议，出于保护投资者的切实需要，授权执行副总裁单方面命令大型经纪公司增加净资本。批评者认为此建议非常危险，单方面要求面临压力的经纪公司提高资本且此公司提高资本的能力有限时，其结果就是大型经纪公司退出行业。

公允价值会计准则

2008 年，“大恐慌最致命的特征之一就是，很难为银行账目上的贷款、证券和异化的金融工具确定价值”。[①]令人不解的是，次级证券因市定价的会计要求在次贷危机中引发了灾难。因市定价或“公允价值”会计由安然公司推广，为了提高股票价格，安然公司采用这种办法虚报收益。同样令人匪夷所思的是，尽管公允价值会计方法会给金融服务公司带来不利影响，但监管机构仍然坚持在次贷危机时期采用公允价值会计准则。

“许多人并不了解，因市定价会计方法在大萧条时期就已经存在了，按照米尔顿·弗里德曼的说法，这恰恰是许多银行倒闭的重要原因。1938 年，富兰克林·迪拉诺·罗斯福呼吁研究此问题而且最后取消了该规则。”[②] 比这更早些时候，为了重启银行系统而让有问题的银行加入联邦存款保险公司体系，复兴金融公司（Reconstruction Finance Corporation，RFC）曾放弃公允价值会计

① Wessel, *In Fed We Trust*, p. 128.

② Brian S. Wesbury and Robert Stein, "Mr. President, Suspend Mark - to - Market," Forbes. com, January 21, 2009, at http: //www. forbes. com/2009/01/20/accounting - treasury - obama - opedcx_ bw_ rs _ 0121wesburystein. html.

要求。复兴金融公司"不再强调银行资产的流动性和市场价值，按照资产的潜在价值而不是市值评估证券的级别。最高级别的债券按照账面或成本价值定价，违约债券按市值定价，流动性差但稳健的资产按面值定价，房地产等存疑资产适当合理定价"。[①]

大萧条及随后的一段时期，历史成本会计方法因保守稳健而广泛使用。富兰克林·罗斯福任命的首任证券监管委员会委员罗伯特·希利（Robert E. Healy）对存在疑问的会计方法，包括资产过高估价进行了长期调查。希利赞同资产负债表资产采用历史成本会计方法估值，使该方法成为当时广为利用的会计准则。20世纪70年代因市定价记账法再次出现。1975年12月，美国财务会计准则委员会（FASB）发布了财务会计准则第12号（FAS 12），要求商业公司按照较低成本价或市值记录有价证券。

公允价值会计方法受到一些人的推崇，其应用范围逐渐扩展至所有可交易工具。例如，在1998年，美国财务会计准则委员会发布了财务会计准则第133号（FAS 133），要求衍生品合约采用公允价值报告。2006年美国财务会计准则委员会公布了财务会计准则第157号（FAS 157），将公允价值定义为资产出售时的价格，或在入账日市场参与者按照正常交易转移负债时付出的价格。次贷危机中产生的问题是，投资者恐慌，市场处于无序的非正常状态，次贷工具只能以出清价格销售。

公允价值之战

公允价值定价导致顺周期的渐进减记，而且次贷危机中公允价值与实际价值相去甚远。资产减记是危机爆发的核心影响因素。公允价值会计准则的批评者认为，次贷危机发生时，由于次贷投资的流动性已经枯竭，公允价值记账的唯一参考价格是处于绝望状态的卖方的出清价。这些价格并没有真实反映按照现金流或违约率衡量的具有较高评级次贷工具的实际价值。此观点不无道理。

---

① Olson, *Saving Capitalism*, pp. 79 – 80.

2008 年 9 月 24 日，美联储主席伯南克在国会作证时说，希望获得授权购买问题银行的资产。担保抵押债券有两个价值，一个是在流动性不足市场快速出售的市场价格，另一个是远高于此价格的持有至到期价格。他认为公允价值形成恶性循环，按照公允价值会计要求，价格降至甩卖价格，价格的降低使销售增加，增加的销售又引发新一轮降价，如此循环往复。尽管公司股价因此会计方法决堤，伯南克却拒绝放弃公允价值会计记账，理由是保护股东利益和保障充分的信息披露。伯南克希望使用 7000 亿美元政府的问题资产救助计划资金，以持有至到期的价格（贴现现金流）购买问题证券。这引发了媒体的疑问：如果持有至到期价格能够给纳税人带来利益的话，为什么不让投资者购买此资产？最后，国会决定放弃资产购买计划，直接向持有这些证券的金融机构注资。

只需简单计算就可以得出结论，许多私募发行的次级抵押贷款支持证券的巨幅减记并非必要。大多数超高级次级证券的巨幅减记都发生在 2008 年底。当时，拖欠 60 天以上的次级贷款约占 16%。这意味着 84% 的抵押贷款状况良好。此外，还涉及信用保护问题。超高级抵押担保债券受较低层级的保护以防违约。但超高级次级证券是多数大型银行和美国国际集团产生危机的重灾区，超高级信用违约互换产品在核销 200 亿美元资产后岌岌可危。美国国际集团认为，这些产品按照公允价值记账法按市值定价产生未实现损失，但其超高级风险敞口预计并不会出现实际损失。瑞士联合银行集团美国抵押贷款敞口产生的 187 亿美元核销中，有一半来自于超高级产品。美林公司的美国担保债务凭证净次贷敞口也主要由超高级产品组合构成。2007 年 9 月 30 日，花旗集团有 550 亿美元次贷敞口，其中 430 亿美元为超高级敞口。2008 年花旗集团 143 亿美元次贷相关工具的直接税前损失（套期保值净值）中，有 120 亿美元来自于担保债务凭证的超高级产品敞口和资产支持证券的衍生品，而这些衍生品也多与超高级担保债务凭证相关。

次贷危机的前几年，次级抵押贷款的违约率为 4%~5%，因此针对担保债务凭证产品建模并按照此预计损失比例进行超额担保。这意味着 2008 年底超高级的风险敞口仅为拖欠率 16% 的 12%，而且超高级产品层级还能够利用

较低级别的担保债务凭证得到违约保护。超高层级通常还拥有信用违约互换或单一险种保险（数量极少）的额外信用保护。保护金额可达超高级产品面值的5%，这些也是对超高层级产品的进一步保护。

要保证次级抵押贷款还款，考虑到止赎房产价值的变化，16%的还款拖欠率应该加以调整。标普/凯斯席勒房价指数显示，2008年美国房价下降了18.2%。假设次级贷款房屋价格跌幅更大，例如下跌50%，那么止赎房产出售会使止赎损失减少一半。如果有信用保护的话，超高层级的损失会更小。

此外，当利率下降时，即使修改贷款条款，至少部分次级贷款会获得再融资。再融资会进一步降低超高级层级的风险敞口。因此，即使风险贴现率非常高，也不应该基于预期现金流为次级抵押贷款按照面值的低百分比进行估值。次级贷款担保债务凭证按公允价值核销价值常常为面值的50%，甚至更多。美林确实以每1美元计22美分的价格出售了约300亿美元次贷产品。

这样看来，公允价值会计一点也不公允。一位会计曾就公允价值估值问题向财务会计准则委员会抱怨，"愿提出实施财务会计准则第157号（FASB 157）那些人的灵魂在但丁地狱的第七圈被烧死"。[①]沃伦·巴菲特认为采用因市定价方法衡量银行资本是"对金融机构落井下石"[②]。美联储前主席保罗·沃尔克也反对银行采用公允价值记账法。

有位作家这样写道：

反对公允价值的争论非常激烈，市场波动使证券估值非常困难，也会动摇投资者的信心，导致公司降低产品估值，使流动性更加不足并进一步减记。减记削弱的资本越多，投资者的信心就越不足，自增强循环（self－reinforcing

---

① 但丁《神曲》分为"地狱""净界""天堂"三篇，其中，地狱形似一个大漏斗。紧贴漏斗的内壁是一圈一圈的圆环，越向下越小，直到地心，共九圈，罪人的灵魂则按罪恶的大小确定其所处的深浅。第七圈：强暴者居住。——译者注。参见 Accounting Principles Securities Regulation & Law Report, Bureau of National Affairs, Washington, DC, October 27, 1980.

② Holman W. Jenkins Jr., "Buffett's Unmentionable Bank Solution," *Wall Street Journal*, March 11, 2009.

cycle）运转得越快。[①]

其他批评者认为，由于过度减记，当市场恢复正常时，公司未来收益也会溢价回弹，届时之前减记的金融工具会重新溢价估值以反映其实际价值。换言之，将会释放恐慌性贴现。市场复苏时，有些情况确实如此。

2008 年 8 月发布的一项研究对许多银行用来评估次级证券价值及损失的指标准确性表示质疑。这些证券市场流动性差，指标可信度低。65 位国会议员要求美国证券交易委员会暂停因市定价会计要求，认为这种方法加重了次贷危机并限制了银行的贷款能力。然而，一些激进的股东利益集团反对这个请求。美国消费者协会和代表消费者利益的其他三个贸易团体请求财政部不要放弃公允价值会计方法，以支持步履蹒跚的金融服务业。

高盛首席执行官劳埃德·布兰克费恩也支持公允价值会计方法。他认为而且公开声明，遭受次贷减记的公司没有对资产组合中的工具准确估价。布兰克费恩吹嘘说，高盛每日按市定价持有头寸，公司用这种做法明辨这些工具的风险并在危机产生前卖出或对这些头寸进行套期保值，避免了更为严重的次贷损失。他认为如果因市定价会计方法在其他公司应用得更为广泛，次贷危机可能预警得更早。

布兰克费恩和高盛前任首席执行官、财政部长鲍尔森在整个次贷危机期间密切接触。人们不清楚他的观点如何影响了鲍尔森，指责鲍尔森在危机中与布兰克费恩过从甚密。但无论如何，财政部都拒绝承认公允价值会计方法存在不利影响。直到 2008 年 9 月次贷危机高峰时期，鲍尔森才表示应该允许金融机构将次级资产按持有至到期价格处理，这样就能按摊销成本计值，而不是按出清价计值。

美国银行家协会、美国商会和国会共和党人士呼吁立法，放弃次贷危机阶段采用的公允价值会计方法，但是参议院银行委员会主席、康涅狄格州参议员克里斯·托德抵制这一请求并反对从法律上进行援助。他一直是强烈支持扩大次级借贷的国会成员之一，此时次级借贷使危机更加恶化。国会的其

① Todd Davenport, "Fair Value," *American Banker* 173 (March 24, 2008).

他成员敦促财务会计准则委员会解除对银行的要求。2008年9月30日，美国证券交易委员会提议暂停因市定价会计方法。这样，金融机构可以按照贴现现金流评估金融工具，而不用按照次级抵押贷款市场危机时往往并不存在的市场价值来评判价值。欧盟随后跟进。穆迪和标普也表示支持，同意在评估损失概率的基础上，还会评估损失规模。令人遗憾的是，此时巨额减记已经完成，而且是按照损失的概率，而非损失的规模，按照评级下调（下调到比垃圾债券还要低）后的标准进行减记。

保险公司将问题抵押贷款支持证券作为"临时性损失"处理，这意味着在衡量监管资本时，直到确认此损失为非暂时性损失之时，才将其视为损失。这种处理办法也让人们有所警惕。美国大都会人寿保险公司将270亿美元证券都依此类资产办理，引发人们对公司未来可能面临巨额损失的担心。2008年10月底，包括美国大都会人寿保险公司、英国保诚集团和美国纽约人寿保险公司在内的一些大型保险公司就出售股权以获取注资一事与政府进行商谈。

财务会计准则委员会的反应

《紧急经济稳定法案》(*Emergency Economic Stabilization Act*) 于2008年10月3日通过，要求美联储对按市场价值估值会计准则展开研究。这使得SEC改变了立场。2008年11月5日，SEC宣布决定收回停止按市场价值估值会计准则的决定。在给国会的报告中，SEC认为不应当废除或停止按市场价值估值的会计准则，但可以做适当改进。SEC在报告中还指出，没有证据表明主要是公允价值会计准则导致金融机构的崩溃；反之，这是银行运行中流动性问题造成的结果。这种结论似乎有些奇怪，大规模减记的依据是低价出清价格，而不是实际的现金流和违约率。

同时，FASB在2008年10月10日发布了如何对非活跃市场产品如次级证券进行公允价值估价的快速指南。这份指南无非是个官方文件而已。迫于欧盟的压力，国际会计准则理事会（International Accounting Standards Board, IASB）同意欧洲公司以其他会计方式处理问题资产。为了减轻有问题的金融服务机构的压力，FASB在2008年12月22日宣布，将适当修改按市价估值

准则，以提供一定程度的帮助。2009 年 1 月 FASB 宣布，对那些暂时存在价格不匹配的特定次级证券产品，金融公司可以不采用“公允价值”会计准则。这自然引起了人们对次级证券产品是暂时性不匹配还是永久性不匹配的质疑。2009 年 4 月 2 日 FASB 又发布了一份指南对银行施以帮助。指南中允许银行将次级证券归入投资资产，从而谨慎、不甚明确地为金融机构提供了一定程度的灵活性。此指南于 2009 年第二季度生效，人们认为此举可以使金融机构更真实地进行资产估值，会大幅提高持有次级敞口金融公司的收入，同时也为股市打了一针强心剂。

2009 年 3 月 24 日，IASB 与 FASB 同意合作以制定一致的准则。这种协作只维持了两个星期。IASB 不同意 FASB 对 2009 年 4 月 2 日发布的有关公允价值会计准则指南的解释说明。IASB 声明要对此事进行为期半年的调查。同一天在伦敦举行的 G20 峰会也敦促 FASB 和 IASB 进一步重视公允价值会计准则问题，希望双方努力作出明晰、一致的解释。争论的结果并不明朗和确定，也并没有达成一致的会计准则。

由于默许金融机构隐瞒亏损，FASB 的举措引起了更大的争议。《华尔街日报》头版文章报道说，金融机构花费 2760 万美元游说国会给 FASB 施加压力，对金融机构施以援手。[①]金融危机顾问小组（Financial Crisis Advisory Group）随后发表的报告也批评政客们就公允价值指南问题给 FASB 施加压力。看来，准许银行按照更高的、更真实的价值对账目上的资产进行估值，似乎能够在一定程度上减缓危机。

2008 年 11 月，国际清算银行（BIS）下的巴塞尔银行监管委员会针对银行持有的金融工具估值方法提出建议指南。该指南担心银行使用过度乐观的价格模型对无确定市场价格的金融工具进行估值。BIS 也希望对价格估值进行独立核查。其实，后来的事实证明银行在次贷危机中过分悲观地为次级投资产品估价，其估值低于按贴现调整的价值。2009 年 4 月 15 日，该指南得以采纳。

---

① Susan Pulliam and Tom McGinty, “Congress Helped Banks Defang Key Rule,” *Wall Street Journal*, June 3, 2009.

FASB对公允价值的要求自相矛盾。2009年8月，FASB宣布正在考虑对贷款及其他所有金融工具按照公允价值进行估值。2010年5月它重申此要求，但遭到银行的强烈抵制，因为这会对银行的资产负债表产生重大影响。这种要求无疑会扰乱银行的资产负债表并在未来发生金融危机时彻底摧毁银行。欧盟也表示不会认可这一要求，欧盟银行推迟执行公允价值估值准则，因为这会引起2009年11月金融服务公司的大规模资产减记。

房地产估价

对次级抵押贷款的CDOs进行估值似乎还比较简单，毕竟CDO只是对申请抵押贷款的房产证券化的资产池进行估值。而房地产估价师要按照市场价值，和公允价值的目的相同，对不动产的“市场价值”进行评估。房地产估价师这样定义市场价值：“处于符合公平交易各种条件的竞争的开放市场，交易双方掌握充分信息，遵循审慎原则进行交易，且交易价格不受外界刺激因素的影响。”[①] 1936年弗雷德里克・巴布森提出的联邦住房管理局工作指南为不动产市场估值提供了以下几个基本原则：

（1）估值假定存在买方。

（2）估值假定存在卖方。

（3）估值假定交易是在买方掌握充分信息的基础上作出的理智、自愿、非必须的出售决定。

（4）估值假定交易是在卖方掌握充分信息的基础上作出的理智、自愿、非必须的购买决定。

（5）估值致力于在公平、公正的基础上，明示不动产所有权的未来权益价值，而非当时的市场价值。

（6）估值充分考虑销售价格的重要性及其作用，无论售价是否公平、公正，估值都会按其决定因素进行评判，并且会充分确定及考量交易双方的动机、素质、智力及周围其他影响销售价格确定的诸多因素。

---

① Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate*, p. 23.

（7）估值假定并认可理智的交易双方充分意识到不动产的效用。

（8）估值认可估价时的替代成本形成可能值的近似上限。

（9）估值认可价值可能低于替代成本。

（10）估值认可价值可供购买的相似不动产的价格设定或趋向于设定可能值的近似上限。

（11）估值假定并认可掌握充分信息的交易双方都意识到类似不动产的存在，并比较过各自的出价、出售意愿、产品的优劣及未来预期。

（12）估值假定并认可掌握充分信息的交易双方都比较、对比过租赁交易标的优劣。①

次贷危机中，在为 CDOs 产品估值时，以上很多因素都没有被考虑到。危机中缺少可类比的销售行为，因为当时的销售多数是压力下的出清价格，而且并不是“自愿、非必须的”。估价人员通常会将估值标的与近期在当地出售的相似不动产进行比较，然后在考虑到与相对比产品的区别的基础上判定标的物的价值，如标的物卫生间少，估值时就要降低一些。在次贷危机期间，不再采用传统的方法进行估值。

在次级市场上无法与相似产品进行对比估值，房地产估价师便采取了重构价值的方法，也就是按照重构标的的成本来进行估值。Marshall 和 Swift 出版的《住房成本手册》提供了这些成本并按区域及建造质量进行调整。然而，重构成本法并不是最佳的估值方法，因为市场并不期望使用重构成本对房产进行估值，处于次贷危机等不利状态时尤为如此。因此，重构成本法通常仅用作房产最大价值的估值。

收入引致型财产估值

当财产可以产生收入时，会采用其他的方法进行估值。房地产估价师将依据预期的收入来估值，比如房产的租赁费。在此，财产（CDO）也属于收入引致型，因为所抵押贷款也会产生预期收入流。当然，房地产估价师也会

① Guy Stewart, *Discriminating Risk*, pp. 47 – 48.

考虑预期违约贴现，并按照预期收入流推断 CDO 的当前价值。支持此估价的方法论与公司股份估值基于同理。

按照传统的做法，公司股价估值采用“特拉华地块”模式，特拉华州法院也利用这种模式对很多意义重大的标的进行估值。按照该模式，估价人员使用三种不同方法决定指定公司股票的“公平价值”[①]，这三种方法是市场价值、资产净值和回报价值。[②]特拉华州法院会参考标的的性质，给每种方法赋予不同的权重。而对于股票来说，交易量最集中的价格就是估价，因为这种市场定价是最佳的定价方法。如果股票不具有流通性，那么这种方法的权重就会减少，相应提高资产净值或回报价值的权重。

资产净值并不具有重大的意义，因为它代表公司的流动性价值，但公司本身并不具有流动性。产生收入的能力能够更好地反映公司的价值。有好多年，特拉华州都依据由戴维教授提出的资本曲线来评估回报价值，后来资本曲线过时，开发出包括现金流贴现等更现代的方法来测算回报价值。特拉华州高等法院在 1983 年废弃了严苛的地块模式，允许使用现金流贴现等其他获得认可的方式进行估值。[③]

如果资产负债表基于 CDOs 的公允价值报账，当房地产抵押贷款市场失灵时，依据基本估值原则的要求，就需要采用现金流或其他方法对此金融工具产品进行最优的价值测算。如果市场停滞或中断，就像次贷危机中 CDOs 产品的境况，应当采取其他的估值方式，或者在市场恢复之前，放弃采用公允价值的要求。

风险模型

自 1973 年布莱克—斯科尔期权定价模型创建以来，风险模型就在金融市场发挥着非常重要的作用。这一定价模型的面世，使人们普遍相信复杂金融工具的风险可以在一定的概率条件下进行科学的预测。同样，由于“风险价

---

① Delaware General Corp. Laws § 262 (2008).

② *Bell v. Kirby Lumber Corp.* 413 A. 2d 137 (Del. 1980).

③ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

值模型”（VaR）的广泛应用，金融机构利用它对投资组合及自营产品进行风险评估。这些模型甚至被巴塞尔协议Ⅱ作为对世界各国银行资本要求的基本测算手段。VaR 利用一定时段的历史价格来测算预期价格波动率，并利用结果的历史数据测试保证预测的准确性。也可以通过提高 VaR 测算的预期变量数值来对投资组合进行压力测试，从而评估市场非正常波动时的风险。

就像布莱克—斯科尔模型预测期权风险一样，李祥林（David X. Li）开发了预测 CDOs 风险的高斯连接函数相关模型。利用此模型可以精确计算金融工具的可能风险。次级 CDOs 通常由处于不同风险级别的层级组合而成，用来迎合具有不同风险偏好的投资者。即使用来担保的是次级债，处于顶层的“最高级”也通常拥有 AAA 或 AA 的信用等级。为了给不同的 CDO 层级进行评级，信用评级机构采用统计模型来测算相应的抵押贷款违约的可能性。如果通过低层级的预期风险或其他方式对高层级进行保护，那么信用保险机构就会授予高等级的评级。

高斯连接函数风险模型没能预测出美国和欧洲商业银行次级金融工具敞口所包含的巨大亏损风险，但并不存在秘密地用来欺骗投资者的方案。事实上，穆迪 2004 年在互联网上公布了金融业行业标准模型（CDOROM）。除了少数对任何事都持否定态度的人，全世界都可以自由地指出此模型的缺陷，但没有人对此提出过质疑。有意思的是，《纽约时报》指责评级机构过度透明，因为 CDO 发行机构可以按照评级标准来安排发行产品的结构，从而获得高等级评级。也有人指责发行方操纵评级方法，通过同时引入高 FICO 信用评分及低 FICO 信用评分的贷款，来满足评级机构的平均分数要求，从而取得较高的发行评级。正是产品中包含的低信用评分，而不是接近于平均分数要求的部分，造成了大量违约。

另一家评级机构惠誉使用蒙特卡罗多级模拟违约可能性模型对参与评级的 CDOs 进行压力测试，这种技术手段意在观察各种可能的结果及各自结果发生的可能性。这种方法完全无法应对信用标准下降及惩罚性利率升高的情况。这些风险模型由那些应用异常难懂的复杂数学公式的数量分析方法、被称为“数量分析专家”的人创建。因为由那些高智商的数量分析专家开发，这些模

型被当成科学，但正如沃伦·巴菲特所警示的，“要小心那些奇客……还有那些模型”①。事实证明，那些用来给 CDOs 评级的数学模型漏洞百出。②批评者们指出，这些模型依据上涨行情的历史价格本身就存在缺陷。这种盲目乐观的方法完全忽略了“百年一遇”的风暴会以次贷危机的方式光临。这种反常的现象被冠以另类的名字，如“肥尾”“异常值”。也有人把这种情况称作“黑天鹅”，这种隐喻是基于人们根本不相信黑天鹅的存在，直到探险家们在澳大利亚确实发现了这种鸟。

这种由异常值引起的风险非常著名，甚至成为纳西姆·尼古拉斯·塔勒布所著《黑天鹅》一书的主题。书中描述了发生概率小但后果严重的灾难。他认为风险经理在进行风险评估时，将这种小概率事件排除在外是不负责任的行为。一些批评者认为，这些风险模型如同汽车上的安全气囊，如果不是发生事故，它们都还好。就像我们从次贷危机中得出的教训一样，有时确实会形成卡特里娜飓风。③那些模型创建者不得不承认，自大萧条以来，即使发生过偶然的、暂时性的区域性市场下滑，房地产市场也没经历过如此全国范围内的衰退。

第 2 节　监管改革

监管机构的金融监管能力

次贷危机中出现的最令人瞠目结舌的事实是，金融监管机构既没有及时发现次级抵押贷款蕴含的风险，也没有发现模型中的缺陷，更没有很好地评估按市场价格计量资产价值的会计方法在市场出现恐慌时的作用。无论是比尔·克林顿还是乔治·布什执政，银行监管机构和执政者都是在没有预估风

① Vincent Ryan, “Shiller to CFOs: Quick Action Needed to Avert ‘D - Word,’” *CFO*, March 9, 2009, http://www.cfo.com/article.cfm/13257035/c_13254232?f=todayinfinance_next/.

② Sam Jones, “Of Couples and Copulas,” *Financial Times* (London), September 28, 2009.

③ Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan*, p. xviii.

险的情况下，盲目推动了巨额次级贷款的发放及相关投资，当危机爆发时却茫然无措。尤其让人不解的是，危机发生时，证券交易委员会（SEC）对其监管的市场和注册登记公司的交易活动完全不了解。

尽管之前人们对SEC的高高在上已经颇有微词，但最大的投资银行还是在其监管之下倒闭。危机中，它只是盲目地打击也许本不该打击的短期交易行为，以及在本不需要监管的领域寻求更多的监管权限，表现得茫然无助。更为可笑的是，伯尼·麦道夫就在SEC的眼皮底下实施了迄今为止最大规模的金融诈骗。而SEC置大量线索于不顾，竟然批准他成为注册的投资顾问，甚至是SEC顾问委员会的委员，为其诈骗的实施提供了合法的地位。麦道夫在一次监狱采访中表示，SEC的监管人员明显监管不力，并且对自己多年来逍遥法外表示诧异。

对于贝尔斯登、美林和雷曼兄弟的倒闭，SEC主席考克斯似乎毫无应对之力，也毫无知觉。就在贝尔斯登倒闭的前三天，考克斯在公开场合还曾说，包括贝尔斯登在内的处于SEC监管下的大型投资银行具有优良的金融缓冲机制。还有报道说，考克斯因为参加生日派对而缺席商讨援救贝尔斯登的重要电话会议，在贝尔斯登倒闭之时，拒绝中断之前筹划的在加勒比海的假期。本来SEC是法定的监管贝尔斯登的责任人，但在财政部和美联储安排对贝尔斯登的紧急救援时，SEC只是路边的看客。

以上这些监管失职表明，SEC并不具有应对复杂金融市场的必备技能及金融素养。监管的失利在很大程度是由于它首先将自己看作是法律执行部门，金融监管只是次之的责任。而麦道夫案件和安然事件已经证明SEC执法职能的失败。也许斯皮策对金融服务机构的攻击有些过分，但正是SEC的无能为其提供了攻击的机会。

如果要实施监管，首先监管机构至少要去熟悉相关的交易并随产业发展而提高自身能力。SEC的培训历来都是在“工作中进行的”。这种培训方式，尽管有其价值所在，但往往仅注重特定技能的提高。这种“直立烟囱”式的狭隘的员工技能培训所覆盖的内容不仅仅限于SEC机构，有时更是仅限于SEC单个部门的职能。加入SEC的新人多是资历尚浅、刚刚入行的律师、会

计人员、调查员或审计员，有时还会有季节性的临时雇员，这些人对金融服务体系和金融市场所囊括的各个部分和组成的了解非常有限，而且SEC历来就像是个旋转门，其员工往往在这里干上几年之后，就跳槽到私营机构，这也造成了人才的严重流失。

对于安排给他们的任务，SEC入门级职员及其他职员的表现似乎都很优秀。但实际上，除了安排给他们的工作之外，他们什么也不能做。他们没有足够的资金去揭露并处理影响金融服务和金融市场的相关事项。除极个别人，即使富有工作经验的SEC职员也缺乏对金融领域的全面、基本了解。

当今世界的金融业务纷繁错杂。银行监管者必须熟悉证券及其衍生产品交易并了解如何进行相应监管，他们监管的金融控股公司的下属公司还包括经纪公司、期货代理商及场外衍生工具代理公司。SEC还应当熟悉银行业务及其监管，因为许多银行的经纪公司就是银行控股公司的组成部分。如果SEC和美国商品期货交易委员会（CFTC）共同监管场外衍生工具市场，它还必须熟悉衍生品交易。联邦金融服务业的监管人员还必须熟悉保险业务尤其是信用保险业务及其行业界限。

为了提高监管效率，SEC应当更强化金融服务监管职能，同时削弱其执法职能。而SEC试图通过高调的执法行为弥补监管能力的不足，往往是在被告没有承认或否认违规的情况下进行处置。这种程序相当于是对公共公司及注册机构进行征税，而且这种税必须缴纳或者说这些公司失去了特许权。SEC针对高盛的所作所为就说明了这一点。这起事件其实并不该发生，但为了避免遭受更多的负面宣传和来自SEC的打击，为了保护公司的经销权，高盛偿付5.5亿美元作为了结。很多时候，无辜的股东只能为SEC的这种行为买单。SEC对高盛的罚款也是由公司财务来负担的。

SEC的执法能力也令人不敢恭维。它在近50年的时间里致力于阻断内部交易的改革，收效甚微，只是几乎流于表面的公共宣传造势。SEC的这种造势事实上并没有遏制住内部交易，很少听说并购行为不伴随内部交易的出现，媒体几乎每天都有关于内部交易案例的报道。最引人注目的是2009年10月16日发表的一篇报道，当时有6个人被指控参与巨额的连环内部交易而被捕。

连环内部交易的领头人是帆船集团的对冲基金经理、百万富翁拉贾·拉特南，其他参与者包括IBM、麦肯锡顾问公司、英特尔的经理人。据报道，SEC和司法部在2000年的一起案件中没能追查与帆船集团有关的内部交易，鲁尼·卡恩得知政府将对帆船集团和拉贾·拉特南提出指控，而鲁尼·卡恩将这一信息传递给了帆船集团。

人们呼唤新的监管手段。有效的金融服务监管者不一定总是站在金融交易的对立面。金融服务监管的目的是确保交易进行及效率的提高。耶鲁大学经济学家罗伯特·席勒建议金融监管机构“必须聘请那些了解创新性金融产品开发的复杂过程、尽可能避免以墨守成规的姿态与创新者对话、能够对复杂创造性金融产品提供建设性意见的雇员”。[①]

功能性监管

美国实行的是“功能性”监管体系，也就是说，不同的金融服务领域由特定的监管部门进行监管。由于许多大型银行涉足多种金融服务，因此就会有多种机构负责对它们实施监管，而这些监管机构之间没有任何协作关系。这就导致了监管上的重复、监管矛盾及效率的低下。根据监管规定，金融服务机构接受50个州级保险委员会、50个州级及哥伦比亚特区的证券委员会、50个州级银行监管机构及首席检察官的监管。联邦级功能性监管机构包括美联储、财政部的美国货币监理署（OCC）、联邦存款保险公司（FDIC）、SEC、CFTC、联邦贸易委员会（FTC）及一些行业自律组织，比如美国金融业监管局（FINRA）和美国全国期货协会（NFA）。司法部也是金融行业的监管机构，2010年新成立的消费者金融保护局对多种金融服务都具有监管权限。

财务报告

财政部长亨利·鲍尔森在2006年警告称，美国正“形成一个过于错综复

① Robert Shiller, "In Defense of Financial Innovation," *Financial Times* (London), September 28, 2009.

杂的监管体系，从而弱化了经济的竞争力”[1]。随后，财政部对现行的监管结构进行了研究，并于 2008 年 3 月发表了研究报告（财政部蓝皮书）。[2]报告认为，美国金融监管效率低下并且削弱了美国在全球金融服务行业的领导者地位。报告还认为，功能性监管“显现出多种不当之处，其中最重要的就是没有一个监管机构拥有用来监测系统性风险的全部必要信息，或者说存在与金融机构相关并触发大范围混乱及一系列违约事件，进而影响整个金融系统甚至是对实体经济造成负面影响的潜在风险”。[3]

财政部蓝皮书建议美国采用“双峰”模式进行监管，目前澳大利亚和荷兰都采取这种方式。实际上，美国财政部希望采用的是“三峰”模式，将由三个独立的机构分别实现三个特定的监管目标：（1）市场稳定性监管；（2）审慎性金融监管；（3）商业行为监管。这种目标式监管要求美国现有的功能监管机构相互配合并且改组，以便形成所谓的“三原则”监管体系。次贷危机的发生中断了这种努力。

次贷危机监管建议

正当财政部的研究报告在 2008 年 3 月逐渐形成蓝皮书的时候，随着次贷危机的扩展及强度的增加，金融市场也在发生巨大的变化。就在财政部蓝皮书公开发表的数天之前，2008 年 3 月 24 日的《华尔街日报》头版文章称，由于次级市场的问题，将会迎来强化监管的一个新时代。[4]次贷危机确实触发了一大拨民众要求加强监管的呼声。2008 年总统竞选战斗已经打响，大部分民众认为监管不应过松，而监管机构利用这个机会来扩大自身的权限，其核心是避免相互合并。

---

① Deborah Solomon, "Treasury's Paulson Warns of the Costs of Rules Overlap," *Wall Street Journal*, November 21, 2006.

② Department of the Treasury, "Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure," March 2008.

③ Department of the Treasury, "Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure," March 2008, p. 4.

④ Elizabeth Williamson, "Political Pendulum Swings Toward Stricter Regulation," *Wall Street Journal*, March 24, 2008.

因丑闻被迫辞职的纽约政府官员艾略特·斯皮策于2008年11月16日在《华盛顿邮报》上撰文，文中称他在任职纽约首席检察官时，反对针对华尔街继续放松金融市场监管，次贷危机证明，他这样做是正确的。斯皮策认为需要强化监管，因为“无监管的竞争使得公司行为和承受的风险都达到了不可接受的水平”。他表示遗憾，由于自己“私人生活”中的“不检点”，不能跟随即将继任的奥巴马政府开创富兰克林·罗斯福式的监管业新时代。[1]

显然，奥巴马不需要斯皮策的帮助来创立监管业的新纪元。新任财政部长蒂莫西·盖特纳在2009年6月宣讲奥巴马政府新的金融监管计划时慷慨陈词。[2]盖特纳指出，美国金融监管的整体结构都需要调整，因为目前的监管体系由混乱复杂的繁文缛节组成，结果是促进了不当的激励及竞争，同时留下了大量监管真空地带。盖特纳希望通过立法授权美联储对所有金融机构进行监管，在其倒闭时能够监控系统性风险。这样，美联储将成为这些机构的最终经理人。通过对美洲银行和花旗银行的这种铁腕管理，当发生危机时，作为积极的管理者，美联储将不会再躲闪一侧，但可能会忘记政府从制度上来说，不能涉足商业交易。

财政部在2009年7月23日对以上建议进行了修改，提议设立新的全国性银行监管机构，由FDIC和SEC参与建立处理倒闭金融机构的机制。联邦政府作为后盾，可以授权向倒闭银行提供贷款、注资或者承担债务，按照机构的类型，具体援助措施的实施要事先经美联储和财政部（先请示总统），以及FDIC或SEC批准。国际货币基金组织后来建议欧洲央行也建立与此类似的机制。

财政部还要求撤销美国储蓄管理局，将其划入OCC。联邦储蓄及其控股公司的特许权将被收回。此举是回应AIG为了避免严格的监管而重组成储蓄控股公司。银行管理费也按照银行规模和财务状况实行统一收费。对于资产少于100亿美元的小银行，免收系统内的管理费。

① Eliot Spitzer, "How to Ground the Street," *Washington Post*, November 16, 2008.

② Department of the Treasury, "Financial Regulatory Reform," June 17, 2009.

地盘争夺战

奥巴马政府首先任命美联储为金融体系总的监管者，负责决定哪些金融机构规模太大而不能倒闭，提高对这些机构的资本要求。但提名美联储为总监管者的建议却遭到了一些国会议员和其他一些监管机构的反对。FDIC主席希拉·贝尔希望建立一个金融稳定监管委员会，处于所有其他的监管机构之上。但之前政府的建议只是将FDIC看作是监管中心的一个部分，伯南克也呼吁国会不要赋予它除顾问以外的权力。之后事件的发展是，国会在一定程度上采纳了贝尔的建议。

盖特纳的建议也会造成OCC、SEC、FDIC之间的监管管辖权的内部矛盾。这些机构感到它们的权力受到了威胁，它们非常担心美联储将被授予太大的权力。盖特纳在一次监管机构会议上非常不满，当时在场的有来自SEC、FDIC、CFTC和美联储的领导人物，盖特纳指责他们不能协调一致地支持他的建议。盖特纳的责难于事无补，政府主导的监管改革提议随着各方利益集团加紧对国会的游说、纷纷抢占自己的权限地盘而陷入困境。世界银行行长罗伯特·佐利克也不赞成盖特纳的提议，他认为系统性监控有重要意义的金融机构的权限应该掌握在财政部手中，因为他们更会对国会负责。世界银行行长为何对这种事务具有决定作用，我们不得而知。

奥巴马总统2009年9月14在华尔街发表讲话，希望将改革向前推进，他批评银行在接受紧急援助之前没有举行金融机构领导人的听证会。奥巴马说："我们一定要摒弃过去，不计后果鲁莽行事就是引发危机的核心，危机的缘由就是快速捞钱的心理和急剧膨胀的资金制度。"[①]这番表态之后，美联储就建议停止会造成鼓励过度风险的薪酬计划。参议院银行业委员会主席、参议员克里斯·托德在2009年9月回应这起暗斗说，建议立法将四家联邦银行监管机构，即美联储、OCC、FDIC和美国储蓄管理局（OTS）合并成一家总的银行监管机构。

---

① Andrew Ross Sorkin, "Bringing a Bitter Pill to Wall Street," *New York Times*, September 15, 2009.

奥巴马政府转而开始反对之前所提的建议，希望保持现有的基本监管组织结构，只是将OTS和OCC合并。OTS当然反对这个建议，但最终也不得不妥协。奥巴马政府希望有机构能够负责监控系统性风险，因此由美联储主导建立监管委员会，其他监管机构纷纷反对，认为美联储的权力过于集中。

接下来爆发了有关以美联储前主席保罗·沃尔克名字命名的“沃尔克法则”的争斗，他建议回到《格拉斯—斯蒂格尔法案》时期，实行商业银行和从事承销证券业务的投资银行分业经营。此建议马上遭到美联储主席伯南克和其他人的反对。

2010年1月，奥巴马总统继续他的抨击华尔街之旅。他先是宣布了对接受TARP的银行征税，然后飞抵波士顿参加由于托德·肯尼迪去世空缺下来的参议员席位竞选，在那里他也发表了猛烈抨击银行业的讲话。最后，共和党赢得了这一席位。民主党的失利激怒了总统，两天后他宣布支持沃尔克的建议。来自于欧盟的报告反对沃尔克的提议，因为这有悖于欧盟的风险管理原则。

SEC和高盛

尽管SEC是雷曼兄弟的“整合监管机构计划”（CSE）监管者，但是当雷曼兄弟发生流动性危机之时，SEC也束手无策。当然，在贝尔斯登倒闭之后，SEC也曾派人进驻公司监控财务状况。有关雷曼兄弟倒闭更让人不解的是，有报道说美林高管曾在2008年第一季度结束时，告知SEC雷曼兄弟夸大公司流动性。美林采取相对保守的姿态，让人看起来雷曼兄弟的流动性好像更充足，这样会使美林的交易方感到不安。在危机发生时，美联储也派人驻守雷曼兄弟，美林也曾告知他们同样的警示信息。与SEC不同的是，美联储与财政部一道，对雷曼兄弟的流动性严密监控，在公司倒闭之前，曾针对雷曼兄弟流动性减少的情况给他们施加压力，促使其增加资本。

由奥巴马委任的SEC新主席玛丽·夏皮罗也在国会质询时承认，CSE制度下信息闭塞，信息交流也非常受限，不足以起到应有的监管作用。她进一步证实，CSE需要的是与银行监管一样的方式，而不是仅仅扮演执法者的角

色，后者也正是 SEC 之前起到的作用。夏皮罗认为 SEC 没有起到审慎监管人的作用，她也担心 SEC 的种种不足会导致国会的反对。为保生存，SEC 开始整顿华尔街，严查高频交易、公司治理和高管薪酬。SEC 还成立了新的部门对投资和交易风险进行控制（之前的几年，他们依靠市场本身实现此目的）。SEC 将政治正确性作为首要目标，要求公众公司警示全球变暖对投资者交易的风险，而连气候学家都对气候变暖存在争议。

SEC 采取艾略特 · 斯皮策的方式，高调检举业内重要角色以重塑形象，博取眼球。高盛成为他们的目标企业。2010 年 4 月 16 日，SEC 发起了对高盛轰动一时的指控，指控高盛将包括一些信用违约互换（CDSs）的合成担保债务凭证卖给了一家德国银行，这一消息登上了全球媒体头条，使得道琼斯工业平均指数下挫 125 点。司法部随后宣布会对 SEC 的指控进行刑事调查。受这一事件影响，高盛股市价值损失 20%。

就在这起指控发起的同时，SEC 和奥巴马政府也在向国会寻求扩大对信用违约互换的监管权限。应该不是出于巧合的原因，奥巴马在 2010 年 4 月 17 日声称，如果不对场外交易进行适当监管，他将对金融服务业立法投否决票。这将这场争斗转化成了政治游戏。当时正处于紧张的政治漩涡中的英国首相戈登 · 布朗认为，这起指控使高盛在道德层面破产，而他本人最终失去了首相的职位。奥巴马在几个月之后，顺利通过了金融服务业改革法，立法要求强化对金融衍生品的监管，在立法中也将 SEC 指控高盛的事件加入相应条款。

在 SEC 指控高盛之后，SEC 主席夏皮罗登上了《时代》杂志的封面。她与 FDIC 的希拉 · 贝尔、新金融服务业消费者保护机构拥趸者伊丽莎白 · 沃伦，被杂志冠以“华尔街新长官”的称号。这可能预示着坏运气的开始。电视节目《60 分钟》也曾给后来遭受丑闻的艾略特 · 斯皮策同样的冠名，他也曾被《时代》杂志评选为“年度改革者”。这也使人们想起曾风光一时的《时代》杂志封面“拯救世界的铁腕（人物）”，由于他们在亚洲流感引发的金融危机中的贡献，艾伦 · 格林斯潘、罗伯特 · 鲁宾和拉里 · 萨默斯登上了杂志封面。具有讽刺意味的是，这三个人后来都遭遇了坎坷。格林斯潘和鲁宾因次贷危机中的不良表现广受攻击，萨默斯因为一些政治上的疏忽被赶下

了哈佛大学校长的位置，在2010年辞职之前也只是在奥巴马政府里担任不太重要的角色。

SEC继续对摩根士丹利、摩根大通、花旗集团、德意志银行、UBS、高盛的CDOs业务展开进一步大规模的调查。由国会指任调查次贷危机发生原因的金融危机调查委员会指责高盛拖延递交调查相关文件，而且抱怨说，当最后终于提交全部文件时，发现文件过于庞杂，根本无法查阅。高盛的高管们因SEC的指控及名为“森林狼”的CDO交易接受参议院财政委员会的质询。在听证会上，高盛的一份内部邮件被公布，其中提到“森林狼”的一个潜在投资者太精明，根本不想买这种“垃圾”产品。这次听证会后，SEC对相应交易进行了调查。有一个“森林狼”产品的投资者也提起了不利于高盛的诈骗指认，要求赔偿5600万美元的实际损失，此外还有10亿美元的惩罚性赔偿。

随后，司法部对摩根士丹利的CDO业务也进行了调查，纽约总检察长安德鲁·科莫就8家大型金融机构对CDOs产品的评级也进行了调查。司法部也似乎从之前的失败中吸取了教训，他们曾试图指控贝尔斯登的两个对冲基金经理，这两个经理管理的对冲基金一败涂地，但最终也没能指认他们有罪，其实这也是次级贷款产品走向崩溃的早期信号之一。司法部在2010年5月宣布，尽管他们负责的产品造成的损失最终酿成了AIG的倒闭，但不会对负责衍生品业务的AIG高管提起刑事指控。

SEC的公共宣传运动遭遇了挫折，有人披露说，在对高盛进行指控的问题上，委员会内部也分成了两派，表决的结果是3:2。这种现象很不寻常，这意味着政治因素掺杂其中。还有报道说，SEC的执行部主任罗伯特·库扎米在任职德意志银行总顾问期间，曾督管律师负责合成CDO的交易，当时德意志银行既是高盛的竞争者，也是合成CDO的主要发行机构之一。还有批评者认为SEC不应未事先知会高盛，就在交易日提起指控，从而引起高盛的股价大跌。首先，除非必须采取紧急行动以保护投资者利益，通常在提起指控前会对被告进行礼貌性告知，并且给予被告面对公众澄清事实的机会。显然，高盛一案并无紧急性可言，因为SEC着手此案已经数月有余，而且高盛的律师在SEC提起指控之前曾向其发出事件进展情况的问询，但并未得到答复。

其次，即使案件存在紧急情况，SEC 也会向法院申请临时性或基本的强制性侵权保护，但这种情况并未发生。

SEC 的督察长还认为指控高盛的时点选择也存在疑点，因为他们选择的时间恰好用来转移人们对督察长最近公布的有关 SEC 没能及时发现巨大的斯坦福庞氏骗局的注意力，SEC 的高管还涉及与此案相关的不当交易。在 SEC 提起对高盛的指控数天之后，督察长又公布了另一份报告，报告中说 SEC 排名前列的高管们在次贷危机期间，在政府公用电脑上花费相当长的时间观看色情节目。共有 33 名 SEC 雇员参与此事，其中有 17 名雇员的薪酬是每年 9.9 万～22 万美元。一名 SEC 的代理人曾在一天内花 8 小时观看色情影像，另一名 SEC 会计人员曾登录色情网站 1.6 万次。

SEC 对高盛的指控似乎是从一本由迈克尔·刘易斯所著畅销书《大空头》里摘录的，书中猛烈抨击高盛包销 CDOs 的行为。SEC 指责高盛及雇员法布里斯图尔欺骗性地从事合成型 CDO 的平方交易，也就是 ABACUS 2007 - AC1，其中一些产品出售给了德国的德国工业银行。合成 CDO 的平方是指以其他 CDOs 产品的表现为衡量依据的 CDO 产品，它其实并不包括真实的 CDOs 或者任何所发行的抵押贷款。

SEC 声称高盛没有告知德国工业银行或者其投资组合设计代理人 ACA 管理公司，CDOs 在 ABACUS 产品交易中作为投资组合的一部分要经过对冲基金经理约翰·鲍尔森的批准。鲍尔森后来因赌赢了次级抵押贷款的交易，以 2007—2008 年 57 亿美元的个人收入一度蹿红。德国工业银行还存在其他的问题，公司 CEO 斯特凡·奥特赛芬因在 2007 年 7 月 20 日的新闻发布会上散布虚假信息，向股东和投资者保证公司在美国次级市场的风险敞口非常小，而被认定有罪。一周后，德国工业银行几近倒闭，德国政府提供超过 130 亿美元的贷款才使它逃过一劫。奥特塞芬被德国法院处以 10 个月的缓刑及 12.7 万美元罚款。

SEC 认为鲍尔森的缺位非常重要，因为他曾短暂任职，负责高盛承销的由 CDS 转化的 CDOs。虽然鲍尔森从这些受 SEC 指控的交易中赚得近 10 亿美元，但 SEC 并没有起诉他。鲍尔森之所以没有被起诉，是因为他并没有向投

资者做合成 CDO 产品的不当陈述。根据近期高等法院有关安然时代立法的解释，不应当对会计诈骗但并没有向投资者直接做不当陈述的参与者做有罪推定。这种法律缺位使鲍尔森保住了他的 10 亿美元收益，之后他利用这笔钱投资黄金获得巨额回报，但后来又因为赌注美国经济的复苏而遭受损失。

高盛集团的一些内部邮件被曝光，使他们颜面尽失。有一封来自图尔的邮件，他在邮件中说："赶去机场，尽力向那些寡妇和孤儿兜售抵押债券产品，显然这些比利时人热衷于购买合成 CDO。"但是，图尔和鲍尔森的另一名高级代表否认在鲍尔森短暂任职期间误导过 ACA。

SEC 的指控还存在一些其他问题。ACA 知道鲍尔森涉及此笔交易，而鲍尔森手中并没有产品，只是在卖空。ACA 曾与鲍尔森直接单独接触，商讨应当包括在合成投资组合中的抵押贷款产品。ACA 曾与鲍尔森的代表单独见面并在严格审查产品表现后，拒绝了鲍尔森提出的很多投资组合设计建议。ACA 本身也将 CDO 产品包括在参考投资组合的考量范围之内。ACA 而不是高盛应当负责向德国工业银行解释它在债券直接销售方面的作用。ACA 承认在 ABACUS 交易中选择 CDO 作为投资组合参考，是他们的独立决策，而且如上文所述，也没有证据能够推翻这一说法。

在 SEC 的指控中另一个缺陷是，许多法院认为，任何组织没有必要再就众所周知的信息进行相关披露。在此案中，包括《华尔街日报》《纽约时报》《金融时报》《欧洲货币》杂志和伦敦《星期日电讯报》在内的媒体大面积报道，在 ABACUS 交易结束之前，鲍尔森下赌注于次级抵押贷款债券，获得了 10 亿美元的惊人收益。还有一家由《欧洲货币》发行的比较流行的对冲基金时事电讯叫作"别样投资电讯"，它在 2006 年夏天报道说，鲍尔森在筹集资金卖空次级市场产品。后来，2006 年 9 月的报道称，鲍尔森已经成立了一家这样的基金公司。还有报道指出，鲍尔森曾经夸口说，在 ABACUS 2007 - AC1 交易结束之前约 6 周之内，通过卖空次级抵押贷款市场产品，他自己的资产实现了翻倍。在高盛管理委员会批准 ABACUS 交易之前，还有其他类似的报道。因此，人们没有理由相信高盛没有告知 ACA 有关鲍尔森正在做空的消息。

高盛在2010年7月15日与SEC了结了有关ABACUS的案件，同意支付5.5亿美元，这笔钱多数赔付给了所谓“遭受损失”的投资者。同一天，总统大规模金融改革立法也得以通过。这是SEC对华尔街企业有史以来最高额度的罚款，但人们会认为是高盛取得了胜利，因为有分析家预测，高盛要了结此案，罚款总额将达10亿美元甚至更多。另外，作为结案协议的一部分，SEC同意撤销对高盛故意欺诈的指控，高盛只承认“错”在没有向德国工业银行通报鲍尔森的角色。SEC以同样3:2的表决结果批准结案，共和党的委员们无法理解为何简单的非欺诈性的错误会引致这么巨额的罚款。SEC也同意不再追究与高盛有关的其他案件，这对高盛来说也是巨大的胜利。

高盛警告公司雇员不要公开对案件结果表示欣喜若狂。市场也接受了这个结果，在结案消息公布之后，高盛的股价迅速上升，高盛没有一个高管因此案辞职，似乎CEO罗伊德·布莱克芬的位置坐得更加稳定。但法布里斯图尔被高盛驱逐出门。对他的处置与结案无关，他继续与指控的斗争之旅。

在高盛案件之后不久，SEC又遭受了一次挫折。哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院判定SEC要求保险年金按照联邦证券法注册的规定无效。法院认为SEC出台这种规定是武断和不合常理的，而且州级保险委员会已经对这种产品有了相应规定。后来的立法也不认可由SEC来监管这类产品。数周之后，同一家上诉法院又驳回了SEC批准的指令，纽约证券交易所高增长板对涉及其专有数据的行为有权提出指控。法院认为SEC没有就这一规定作出足够的解释，也没有针对这一规定采取相应的行动。

随后，SEC高调予以还击，指控山姆和查尔斯·威利欺诈罚款5.5亿美元。指控罪名是山姆兄弟在离岸隐藏资产以逃避纳税。山姆兄弟回应说只是延迟缴税，而且指控中所列款项已经由律师安排缴清，兄弟中的一人因另一起指控还在狱中。威利通过《纽约时报》头版的采访报道予以还击，指责SEC提起指控只是为了玩弄政治把戏。SEC为了强化自身监管者的形象，在许多领域开始制定严格的规定。其中的规定之一就是要求资产抵押债券发行机构至少要在公司账目上保留5%的发行额。但其实正是发行机构持有的这种债券引发了次贷危机。

《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》

国会在2010年7月15日通过了对金融立法的修改意见。其实，修改提议已经提交给国会数月之久，迟迟没有进展，而且在提案通过前的最后时刻，其中意外加入了向银行征税190亿美元的条款，原因是用来弥补强化监管带来的成本增加。意料之外的征税赢得了一些选票，但2010年6月28日参议员罗伯特·伯德的去世更增加了在共和党反对的情况下赢得选票、通过法案的悬念。于是，民主党放弃了增税，取而代之的是加快TARP计划落实的步伐，以抵消新法案带来的成本的增加，这给他们赢得了一些关键的来自共和党的选票。经过24小时马拉松式的民主党谈判，金融服务改革法终于在议会和参议院得到了认可。

2010年《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（以下简称多德法案）包括的范围非常广泛。在长达2300页的篇幅中，新法律几乎涉及金融业的各个方面，而且自20世纪30年代以来，首次将政府对华尔街的干预写进法律。总统奥巴马特意选择在位于华盛顿世贸中心的罗纳德·里根办公室将法案签署为法律，标志着里根放松金融管制的政策正式逆转。

多德法案就像是改革的摸彩袋，与解决次贷危机没有太大的关系，或者说没什么关系。例如，法律要求每个金融机构都要成立少数民族和妇女办公室，用来监督金融服务机构在招录雇员时，是否考虑到少数民族和妇女的适当比例。即使不考虑篇幅的宏大，多德法案也不能确保将来不再发生金融恐慌。法律忽略了房地美和房利美次级借贷引起的关键问题。而国会许诺说将来会考量这两家公司的状况。对此，财政部长盖特纳在2010年8月17日的讲话中说，由于私营放贷机构大多已经放弃了此项业务，美国的抵押贷款业务基本上都来自于房利美和房地美。这个信号说明政府还会通过为其担保的方式为抵押贷款提供支持，政治目的驱动的放贷政策也会为其带来相应的风险。

多德法案试图通过设立由财政部长统领的金融稳定监管委员会（FSOC）来解决“太大而不能倒”的问题。其他具有表决权的委员来自于以下机构的管理层：美联储、OCC、FDIC、SEC、CFTC、联邦住房金融管理局、国家信

贷联盟署、新成立的消费者金融保护局。此外，还有总统指定的独立委员、保险专家。委员会还包括许多不具备表决权的成员（顾问），例如新成立的联邦保险办公室、金融研究办公室的领导、由全国保险机构选出的代表、银行及证券业代表等。除一些个别事件，比如选举主席，实行2/3表决制外，其他事项实行多数表决制。这种结构可以保证对于管辖权的争议将按照政治需要而不是经济学或效率的需要进行处置。而FSOC复杂的运行特点也决定了将来有危机发生时，众多的监管机构将众说纷纭，很难达成一致意见且迅速采取行动，只能眼看着经济状况走向崩溃。

该委员会成立的初衷是监测大型银行控股公司、非银行金融机构运转不良、倒闭及正常经营中出现的风险，或者是金融服务领域之外影响美国金融稳定性的风险。为了回应对于TARP相关立法的强烈反对，委员会还负责控制政府对即将倒闭公司的股东、债权人及合约方的救助金额。委员会的其他职责还包括收集信息及解决成员公司之间的管辖权争议。新成立的、财政部下属的金融研究办公室将辅佐委员会进行数据收集及分析。

如果AIG这样的非银行金融机构的倒闭会带来系统性风险，多德法案会赋予美联储更大的权力。委员会需要获得包括主席在内的2/3的成员投票表决以要求美联储对非银行金融机构实施监控。表决的前提是这些机构一旦倒闭，会对金融体系带来负面影响，或者其运营活动将对美国的金融稳定性造成影响。此时，美联储有权要求非银行金融机构提供相关报告，核查非银行金融机构的运营情况，要求监管机构加强监管或者在监管机构措施不力时由美联储直接介入。美联储还有权针对这些非银行金融机构建立审慎性风险管理准则。

美联储可以要求非银行金融机构成立风险管理委员会，并以金融风险压力测试的形式检验其在不利经济环境下的风险承受能力。美联储也可设定负债和资产的杠杆比例不超过15:1。在获得包括主席在内的2/3成员投票表决的基础上，为避免此机构对美国的金融稳定造成重大威胁，委员会可以命令将结构复杂的大型机构进行拆分，或者强制其转让公司持有的股份。当然，此举只会在别无选择时才会采用。

多德法案意在尽可能限制将来对濒临破产金融机构的紧急救助，并且也将现有的 TARP 计划额度缩减至 5500 亿美元。美联储会同财政部制定法规、确保紧急贷款计划实施的目的是增加金融系统的流动性，而非向行将破产的金融机构提供救助。在提供紧急贷款时，必须有足够抵押品作为担保以保护纳税人的利益免遭损害，而且紧急贷款具有严格的时限性，在预定时间内停止贷款。

根据 FDIC 和美联储的书面规定，FDIC 负责向具备清偿力的储蓄机构及储蓄控股公司（及其下属机构）提供多样化的债务担保方案。在经济出现严重危机（流动性危机）时会需要这种机制，但债务担保不能以任何形式的股权提供。这种担保的最高限额由总统制定并会同国会批准。流动性危机指的是市场上的机构除非以极高的、特别的折扣，否则很难出售金融资产；或者除非付出特别的、极高的成本，否则很难借到金融资产作为抵押；或者市场上的机构非常难以获得非担保的信用。这些现象在次贷危机中都存在。

金融稳定监管委员会将命令大型金融控股公司提交破产清算方案（生前遗嘱），以立法的形式为所管辖的金融机构有序清算提供保证。清算过程中需要指定 FDIC 为破产金融机构的接收人，而 FDIC 必须指定美国证券投资者保护公司（SIPC）为经纪机构清算的托管人。

多德法案授权银行监管机构设定银行的杠杆比率及基于风险管理的资本要求，并进行了一级资本合理构成的相关研究，不再允许将信托优先证券作为一级资本，现有的信托优先证券（一种常见的混合债券和权益工具）必须售出。多德法案要求美联储慎重考虑银行并购对整体经济带来的风险及影响，并规定了相应的产业集中度界限，因此禁止合并后负债超过金融机构总负债 10% 的并购。对于储蓄机构，也设定了类似的 10% 的界限。

美联储对银行和储蓄控股公司的监控权限加大。按照国外监管机构的要求，适用于综合、联合监管的证券控股公司需要在美联储进行登记。多德法案将衍生品敞口计算在借出资金限额之内。新法律也增加了对支付、结算和清偿加强监管的内容。针对那些有重要影响的金融机构的支付、结算和清偿活动，作为指定的金融市场管理者，美联储被授予更高的权力，监控相应的

风险管理水准。

次贷危机期间，人们展开了有关美联储履责表现的辩论。一些批评者和国会议员建议进行审计，但美联储的支持者们认为这样会损害其独立性。根据多德法案，审计总署（GAO）要对次贷危机期间所有的联邦储备紧急贷款进行一次性审计。GAO 也被授权对所有紧急贷款、贴现窗口贷款和公开市场交易进行审计。多德法案还为监管者设置了一个美联储副主席的职位，该人选由总统任命，专门负责为美联储提供有关监管方面的政策建议。由成员银行选举出来的银行代表不能再行使选举联邦储备委员会主席的表决权。

多德法案废除了美国储蓄管理局（OTS），由美联储接管对储蓄和贷款控股公司的监管责任，而 OCC 接管了原来由 OTC 负责的对联邦储蓄协会的监管责任。FDIC 有权按照资产规模的估值来为保险计划进行融资，但不允许用非有形资产进行评估及顺周期评估。FDIC 的保险额度永久性增加至 25 万美元，而无利息账户的保额无上限。

多德法案变通性地采纳了沃尔克法则，允许利用衍生工具进行对冲，也允许银行将不超过 3% 的一级资本投资于对冲基金和私募基金，但投资额不能超过所投资的对冲基金和私募基金资产总额的 3%；对非银行金融机构的自营交易、对冲基金和私募基金投资会有额外的资本要求和数量限制。多德法案禁止银行的自营交易，但允许从事经纪、作价及对冲交易。

这意味着多数银行不会受到变通后的沃尔克法则的太多影响，但高盛和摩根士丹利例外，因为它们在次贷危机期间改制成为银行控股公司。根据法律规定，它们要撤回数十亿美元的对冲基金和私募基金投资，因而有必要考虑是不是要从银行控股公司转换回经纪公司。但对此，多德法案增加了“加利福尼亚酒店”条款（根据老鹰乐队的歌曲得来，“你可以退房，但永远不能离开”），禁止像高盛和摩根士丹利这样接受了 TARP 资金的银行控股公司进行监管所属权的转换。摩根大通也被迫关闭了其自营交易部门。

多德法案还对资产抵押债券有了进一步的规定。发行方需留存一部分的证券化权益额，最高可达 5%。“符合条件的居民住宅抵押贷款”可以免于这种风险留存的要求。而符合条件的贷款不允许有期末整付、负摊销、提前还

款处罚和仅还利息等这些已经证明会导致贷款违约的高风险特征。

扑朔迷离的系统性风险

多德法案试图阻隔系统性风险的努力目标并不精准，导向也不甚明确，只是因为官僚们认为一种产品带来了过多的风险，就强迫金融机构放弃这种产品而转向会带来官僚们一无所知的、新的系统性风险的另外一个领域。更不幸的是，政府试图去管理那些形成系统性风险的公司，制定公司的薪酬体系，选定公司的领导。当然，新选定的领导者们肯定是监管者的至亲老友（一般会是无从业经验或从业经验非常少的前任监管机构人员）。这种做法愚蠢至极，它根本不会达到避免或监控到市场风险的目的，市场还会继续上演周期性的衰落、恐慌和各种荒唐的情节。

正像前财政部长罗伯特·鲁宾在自传中所说，人类的本性就是追逐“过度金融”，而且人类“不太可能学会从过去的教训中总结经验。……这种集体性过度追逐的心理现象一遍遍重演”①。颇具讽刺意味的是，据媒体报道，由于鼓励花旗银行改变业务模式并承担更多的风险、后来成为花旗集团高管的鲁宾被迫辞职。花旗集团接受了他的建议并且在次贷危机中几近倒闭，由于政府出手相救才幸免于难。

次贷危机期间出现了两种比较成功的金融业务模式，一个是投资银行高盛，另一个是商业银行摩根大通，但它们走的是完全相反的道路。高盛是华尔街历史上最为成功的公司之一，它的经营模式是承担并很好地管理巨额风险。与之相反，摩根大通采取的模式是建立起“堡垒”式的资产负债表，在有限的风险承担下能够挺过最艰难的经济状况。那么，哪种模式是官僚们认为会带来过度风险摒弃的呢？当然是高盛。但事实证明，高盛的经营模式是成功的典范，应当得以保留。

限控风险模式和主动承担风险模式其实同样有可能面临失败。在生意场上，从来不乏那些成熟且厌恶风险而一败涂地者的身影。汽车制造商会因为

① Rubin and Weisberg, *In an Uncertain World*, p. 294.

避免风险而放弃创新，除了个别地方有所不同之外，偶尔推出些新产品。这种经营模式苟延残喘数年，在次贷危机期间死得惨烈。稳重的柯达公司历来以政治化的公司治理方式而著称，不惜一切代价规避风险，也是承担不遗余力规避风险后果的经典。由于一味回避风险和竞争，柯达公司极大地损害了罗切斯特和纽约的经济。

SEC、CFTC 和衍生品工具

作为 SEC 指控高盛案件的回应，多德法案规定在发行资产抵押债券包括合成 CDOs 后一年内承销商之间不得有利益冲突，但承销商可以从事对冲和作价业务。多德法案还要求美国联邦审计署出具报告说明，最高法院的决定使鲍尔森从 SEC 对高盛的指控案中逃脱，是否属于“预谋”，应当被国会推翻。该法还要求出具报告说明，是否可以行使民事权利对帮助或煽动违反联邦证券法的人提起指控，有些高等法院禁止这种权利，因而使许多针对会计人员和律师的集体诉讼无法推进，也正是这种规定，使鲍尔森在 SEC 对高盛的指控案中得以脱逃指控。多德法案增加了帮助及煽动行为应当承当责任的条款，其实《1934 年证券交易法》《1933 年证券法》和《1940 年投资顾问法》已经包括了这一条款，只是将帮助和煽动的门槛从“故意”降到了“非故意”。

财政部 2008 年 3 月公布的监管业蓝皮书建议 SEC 和 CFTC 合并。2009 年 5 月有报道指出，尽管奥巴马政府支持这两个机构合并，但不想挑起负责监管这两个机构的国会委员会之间的争斗。[①]因此，多德法案并没有将这两个机构合并，这种合并会稀释 SEC 的权力。另一个对 SEC 有利之处就是，其预算从 2011 年的 13 亿美元提高到了 2014 年的 20 亿美元。

SEC 的失误也不会被全然无视。多德法案规定 SEC 要接受 OCC 的有限监管，后者每 3 年要对 SEC 进行审计并出具运行效率报告。这一法律还涉及 SEC 的管理问题，比如员工流动率超高，造成人才严重流失。需要设置员工

---

① Damian Paletta, "Single Regulator Plan for Banks Now Close," *Wall Street Journal*, May 28, 2009; Damian Paletta and Kara Scannell, "Financial Overhaul Raises Questions," *Wall Street Journal*, May 29, 2009.

热线，这样能够尽早发现不端行为。作为加强金融服务监管的一项措施，多德法案还要求成立由财政部、SEC和美联储等各种金融监管机构的监察长组成的“监察长委员会”。虽然有SEC的监管，但麦道夫骗局持续了数年之久，因此建议SEC研究如何才能切实加强对投资顾问的监管。

SEC还新成立了投资者保护办公室，由监察专员负责处理相应事宜。毫无疑问，这一举措会促进公司治理改革。对散户投资者进行金融知识调查。SEC受权负责对零售客户的投诉进行强制仲裁。大多数倒闭的公司希望采取这种仲裁的方式解决客户投诉以规避走法律程序产生的高额成本。此外，SEC还要求对投资银行机构不同部门的利益冲突进行研究，这也是对在安然时代艾略特·斯皮策金融分析独立性改革的一种复盘。

根据多德法案，SEC对经纪机构的客户是否应该和投资顾问的客户受到同样的信托保护展开研究。在研究完成之后，SEC要求这两种机构的客户应当受到同样的保护，但其实投资顾问的客户在接受了个性化的投资建议后，就已经不再存在后续的信托责任了。实际上，如果经纪机构不向客户推荐不适合他们的产品，并没有改变经纪机构的现有责任。无论在何种情况下，这种信托责任的缺失都与次贷危机无关，而多德法案的限制除了给滥用法律提供通道之外，还鼓励不满意的投资者起诉经纪人。华尔街的一些大型公司同意支持这个建议，可能主要是因为它们希望销售收费的经纪账户，按照联邦法院的规定，这种信托责任产品除非根据《1940年投资顾问法》的要求进行投资顾问登记，否则不能由经纪公司销售。[1]

SEC还有权对证券衍生品进行监管。在多德法案通过之前，SEC和CFTC达成管辖权限的协议，由SEC负责监管公开交易证券衍生品和信用违约互换产品，而CFTC负责监管其他商业产品的衍生品。[2] 2009年8月11日，奥巴马政府向国会递交了长达115页与这部分监管领域相关的立法建议。而多德—弗兰克就是在此建议基础上，对之前缺乏监管其他的互换市场加强监管。SEC

① *Financial Planning Ass'n, v. SEC*, 482 F. 3d 481 (D. C. Cir. 2007).

② Stephen Labaton, "An Overhaul of Financial Rules Is Taking Shape," *New York Times*, June 1, 2009, pp. B1, B5.

还是负责监管证券互换产品，CFTC监管其他互换产品，如果互换产品同时具有证券和商品的“混合”特性，则双方联合监管。目前，多数互换产品通过交易所进行交易并通过处于监管下的集中的相应机构进行结算。客户在交易所进行交易的互换产品资金要设立独立账户。鼓励设立投资组合保证金，如果在其他交易所也有保证金，投资组合保证金就会减少。

禁止向互换相关产品及机构提供帮助，显然不会再对像AIG这样的公司进行紧急救助，但参加保险的储蓄机构可以涉足集中结算的对冲和信用违约互换经纪等多种掉期产品。这些法律允许监管者对互换经纪公司和主要的互换参与机构而非终端客户提出资本及利润要求。多德法案授权CFTC对互换交易设立头寸限制，并且为所有注册的互换经纪公司及主要的互换交易参与机构建立咨询顾问执行代码。当他们为养老基金、捐赠基金及州级或地方政府提供服务时，这些基金或政府机构相信有独立的代表会为之服务。

接受佣金的商人，也就是商品交易的中间商，要安排专门的人员处理投诉，保证在分析人员和其他机构间存在适当的信息隔离带，以避免利益冲突。这是安然时代纽约总检察长艾略特·斯皮策遗留下来的另一个有关证券业的改革。对举报者，由成功追回损失的人提供奖励。CFTC对操纵及提供虚假报告的打击权限扩展至互换产品。多德法案还禁止一切在交易所关闭期间有意或无意进行的有损于正常执行的“破坏”或“欺骗”行为（如意在取消交易或在交易前泄露报价的行为）。

再次重申，此次立法并非非常必要。次贷危机期间，CDS市场运行高效。雷曼兄弟的CDS交易迅速解决并收回了全部损失。AIG的问题根源并不在于CDS。触发AIG信用降级，进而引起银行挤兑的是对AIG低风险优先级次级CDOs根据公允价值会计的冲销。如上文所述，这属于监管问题，监管机构及FASB必须承担相应的责任。

另外一个监管的目标就是集中进行互换交易的结算及清算，由交易所中的清算中心负责执行并提供透明的交易金额及交易性质信息。SEC主席克里斯托弗·考克斯希望征得国会的同意，授权其监管CDS市场，他在2008年9月曾说：“监管信用违约互换市场的黑洞是面对目前信用危机最迫切的任务，

需要在立法方面立即采取行动。"[1]他认为市场不够透明，充斥着操纵和欺诈，但鲜为人知。

缺乏透明度成为加强监管的又一个理由。确实没有人能说明怎样的透明度才能够避免这场次贷危机的发生，或者给 CDS 市场带来好处，甚至无人提出这个问题。考克斯的这番言论恰好说明他们离金融市场有多远。显然，没有考克斯的提醒，由 SEC 监管的存款信托和结算公司（DTCC）在次贷危机前已经建立了交易信息存储系统。这是"唯一的全球性场外交易信用衍生品信息存储及交易后集中处理机构。此系统保存了市场上绝大部分的 CDS 交易合约"[2]。因此，考克斯所说的信息已经存在，他也只是会问问而已。实际上，DTCC 确保雷曼兄弟倒闭引起的 CDS 敞口在有限而且可以控制的范围内，也缓解了市场相关机构的担忧。

其实，纽联储原主席杰瑞·科里根在次贷危机发生前（2005 年）就提交了长达 300 页的报告，对信用衍生品的结算过程表示担忧。许多信用衍生品经纪公司隐藏在交易确认书后面，有些经纪人根本没有经过交易对手的同意就把他们的份额转让给了其他经纪公司。在科里根的报告上报之后，行业内才开始讨论这个问题，大多数 CDS 账户在次贷危机期间正常运作。2007 年名义价值高达 65 万亿美元的 CDSs，到 2008 年由于危机中这些工具的成本上升，跌至差不多 58 万亿美元，这属于正常的市场反应。

财政部长盖特纳宣布政府计划通过统一的结算系统来监管信用违约互换和其他场外交易衍生工具。这并不意外，在盖特纳任美联储纽约分部主席时，他就在背后支持建立统一的 CDS 结算体系。《华尔街日报》的一篇社论表示他的建议会将风险集中化和社会化。相关报纸也反对美联储纽约分部按照信用评级决定是否加入统一结算体系。《华尔街日报》尤其反对由政府来规范 CDS 市场。社论认为尽管雷曼兄弟和 AIG 倒闭，但 CDSs 市场运转良好。[3]此

① Robert O'Harrow, Jr., and Brady Dennis, "Downgrades and Downfall," *Washington Post*, December 31, 2008, p. A01.

② Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), DTCC Media Statement on General Motors Credit Default Swaps, June 4, 2009.

③ "The Meltdown that Wasn't," *Wall Street Journal*, November 15 - 16, 2008.

外，倒闭的通用公司总额为350亿美元的债务中，CDSs只有22亿美元，很容易解决。

尽管总统工作办公室支持盖特纳CDSs统一结算的提法，但SEC、CFTC和美联储纽约分部间展开了由谁来审批和监管结算机构的争斗。这些监管机构试图建立承诺加强美联储、SEC和CFTC之间合作和储备分享的备忘录来解决统一结算体系的斗争。但停战没多久，圈地斗争继续。

SEC认为，CDS属于证券产品，归它监管。按照它的这种监管作用来划分，SEC将豁免多数符合其标准的CDS结算机构，包括不合格的互换产品机构。[①] SEC还通过其他渠道努力将CDS归入自己的管辖范围，它在2005年5月上报了一起内部交易案件，指控德意志银行的债券销售人员乔恩·保罗·罗里奇向千禧伙伴的对冲基金经理雷纳托·奈格林提供内部消息，赚得暴利120万美元。事件本身算不上是大额的诈骗案，但SEC希望利用此案作为加强监管的理由。法官认定SEC没有相应的证据支持，因此撤销案件，使SEC颇为尴尬。而此案的被告乔恩·保罗·罗里奇很快被瑞银收入囊中。

与此同时，产业内一直致力于建立统一的结算系统，但场外衍生品结算需要解决的问题是，与交易所的期货及期权交易不同，这些场外交易的交易条款不尽相同，因此作为交易方，结算机构很难评估其敞口。尽管为此开发了衡量单一工具的模板，但困难犹存。洲际交易所（ICE）开发了一个场外衍生品交易的模板，能够在条款不一致的条件下，辨别OTC衍生工具的有效性。奥巴马政府建议立法机构要求“标准化”的OTC互换工具在监管下的结算中心登记。这种标准化的互换产品包括结算中心认可的交易合同及其他相类似的由清算中心结算的契约，但还有一些悬而未决的问题，例如如何获得“标准化”的CDS的资格。

对一度处于监管之外的CDS市场实行监管的声明发生在2009年7月，司法部反垄断部门将密切关注CDS市场。反垄断部门正在调查马其特控股集团

---

① Securities and Exchange Commission, Temporary Exemptions for Eligible Credit Default Swaps to Facilitate Operation of Central Counterparties to Clear and Settle Credit Default Swaps," 2009 SEC LEXIS 71, January 14, 2009.

公司，这是一家由多家银行形成的财团，他们收集价格信息，创立 ABX 指数以监控次级抵押贷款，并针对 CDSs 建立了 CDX 指数。参与其中的银行包括高盛和摩根大通。纽约总检察长安德鲁·科莫和曼哈顿检察官迈克尔·加西亚在 2008 年 10 月达成协议，尽管没有显现更多的非法市场行为，但他们同意共同调查 CDS 市场。科莫调查互换产品经纪商为 CDS 操纵市场。纽约州负责保险业务的警司艾瑞克·迪纳罗（艾略特·斯皮策竞选总检察长的支持者）跳出来说，CDS 市场的一部分应当按保险业务来监管。此举得到了斯皮策的继任者、纽约官员大卫·帕特森的支持。但多德法案将互换产品排除在保险业务之外。

多德法案几乎重置了互换工具的布局，从之前很少甚至几近真空的监管状态转变成严格的监管。2000 年《商品期货现代化法案》将多数互换工具排除在监管范围之外，而多德法案将其废除。多德法案要求，如果互换产品不是在处于监管下的契约市场交易，则交易各方都是合格的契约方（机构或者富有的个人）。多德法案还要求，除非 CFTC 另行规定，互换交易必须通过注册的衍生品结算组织（DCO）进行结算。CDO 结算的互换交易信息由接受佣金的期货交易商保存，这些交易商要按照 CFTC 的要求对客户的资金实行隔离独立账户。对未结算的互换交易也可能会要求独立账户。CFTC 有权在必要时为保护衍生品结算组织的整体性，对利润率提出监管要求，之前期货产品的监管机构拥有此权力。

多德法案要求 CFTC 公布互换交易的交易额及结算的种类，但禁止公布具体的交易机构名称。多德法案还要求向注册的“互换交易数据收集中心”或 CFTC（当前者没有接受相关信息时）报告未结算的互换交易。互换产品经纪公司及主要的参与方在从事互换交易前，必须先在 CFTC 进行注册登记。而从事证券相关互换交易的公司要在 SEC 进行注册登记。SEC 和 CFTC 会对监管的互换交易机构提出相应的资本金及利润水平要求。互换经纪公司及主要的参与者也要保存交易记录并向交易方公开重大风险。CFTC 也可以要求注册的外国公司董事会允许美国交易方使用它们的电子交易系统。

对冲基金

尽管它们比受到严格监管的大型商业银行及投资银行更好地预测了金融风暴的发生，但是次贷危机还是将全球的监管关注点重新聚焦到对冲基金。2009 年 3 月 26 日，盖特纳面对国会的问询，对于要求对冲基金注册登记表示支持。他援引伯纳德 · 麦道夫的巨额诈骗案作为注册登记的依据。但是，麦道夫早在 2006 年就按照 SEC 关于对冲基金需要注册登记为投资顾问的规定，在 SEC 进行了注册登记。此项规定后来受到联邦法院的质疑，但与其他对冲基金不同的是，麦道夫没有撤回公司的注册，并且继续他在 SEC 监管下的诈骗活动。在提出注册建议时，SEC 认为这会让它察觉或避免欺诈行为的发生。但 SEC 丝毫没有觉察到史上最大的麦道夫诈骗案的蛛丝马迹。除了几个警示信息之外，SEC 对麦道夫投资顾问业务的调查没有发现任何欺诈行为。

由奥巴马政府任命的 SEC 主席玛丽 · 夏皮罗在审议听证会上，承诺严格对冲基金监管，使对冲基金的操作更加透明，承担更多的责任，但她似乎忽略了前车之鉴。夏皮罗想在注册登记的基础上实施更多监管举措，不但修正原有注册登记要求，而且对冲基金还须接受相同监管部门的会计账目审核，但事实已经证明这种举措并不能及时发现麦道夫骗局。

针对以上案件，多德法案要求在美国管理资金超过 1 亿美元的对冲基金经理在 SEC 注册登记为投资顾问。风险资本顾问无须在 SEC 进行注册登记。小型对冲基金由州一级负责监管。如果商品交易顾问的建议与证券相关，则这些在 CFTC 登记的顾问必须同时在 SEC 进行注册登记。注册的对冲基金经理必须保留显示其管理的资产价值、基金杠杆比率、对某些投资者予以“特惠”安排及其他的交易记录。SEC 有权对注册的对冲基金进行定期及突击性检查。SEC 还要求研究对冲基金经常采用的交易技术——卖空行为的影响，并且探讨对交易进行空头或多头标注的可能性。

欧盟希望对对冲基金和私募基金施行更为严苛的监管，包括资本金要求、风险管理要求，以及定期报告其投资、业绩表现及面临的风险。此建议遭到美国和英国的反对。争论的焦点在于这会将美国的对冲基金排除在欧洲之外。

在抗议之下，欧盟延迟了对新规定的表决。

评级机构——枪杀信使

高盛的CEO罗伊德·布兰克费恩在《金融时报》发表评论，指出导致次贷危机发生的金融体系风险管理的弊端。他认为许多金融机构在寻求用信用评级机构来进行风险管理方面犯下了错误。他指出，信用评级机构对超过6.4万种金融工具都给予AAA级别将其稀释，而世界上只有12个公司具有这样高的级别。金融机构各自建立模型，没有考虑到不同标准的误差，也忽视了百年不遇的金融风暴发生的可能性。布兰克费恩指出存在缺陷的风险控制模型错误地认为任何风险敞口都可以完全对冲，并且也不能通过模型监测到资产负债表表外风险。此外，金融产业也没能与新兴金融工具带来的复杂风险一道，在运营上与时俱进，掌控风险。① 听起来这些都是批评之语，除了批评还会其他评论吗?

穆迪、标普和惠誉这些评级机构已经成为公司借贷偿付利息率的仲裁人。由评级机构决定的公司信用状况，已然成为公司开展其他业务时交易对手认可度的衡量标准。公司的信用评级越高，交易对手愿意承受的交易敞口越大，也越愿意与之合作。AAA级的信用评级表示评级机构相信债务方违约的可能性很低。而较低的信用级别，比如低于投资级，被认为是高风险的垃圾债券，违约的风险很高。低评级意味着投资者要承担更高的风险，因此投资者要求偿付更高的利息以补偿相应的风险，或者是减少敞口。结果就是发行人不遗余力地争取尽可能高的信用评级。保持信用评级也很重要，因为降级会导致债券价值急剧下降，或者是其他工具级别上升从而使融资成本上升，甚至会影响到今后信用市场的发行。低评级也会影响到金融工具的流动性，投资者可能质疑其业绩表现，只接受以跳楼价购买这些债券。降级还会引起连锁效应，影响到借贷方案或衍生品业务，因为需要更多的抵押品，或者加快还款或结算，这也是安然公司倒闭时所发生的实况。

---

① Lloyd Blankfein, "Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk," *Financial Times* (London), February 9, 2009.

当政府监管机构将信用评级作为监管的工具时，信用评级机构的重要性进一步提升。这种影响要追溯到大萧条时期，当时货币监理署利用信用评级评估银行资产的质量。SEC 指定评级机构为国家认可的统计评级机构（NRSROs），也就赋予了这些机构相应的作用。例如，SEC 根据信用评级决定净资本要求，以此来计算固定收益债券“价值的下降”（反映风险水平的金融工具价值下降水平），并且根据 NRSROs 的评级来限制货币市场投资向短期债务工具的转化。SEC 内部研究表明，在其规定和表格中，NRSROs 作为参考资料出现了 44 次。

国会在《1984 年二级抵押市场促进法》中，也采用 NRSRO 的评级标准来决定合格的“抵押贷款相关债券”，那就是至少被两个 NRSRO 评为最高的两个等级。1995 年，如果在至少一个独立评级机构获得很高的评级，房利美就被允许做产权保险。《联邦存款保险法》采用同样的标准，按照至少被一个 NRSRO 评为四个最高等级类别中的一个，来确定不同“投资等级”公司的责任。教育部同样认可用 NRSRO 的标准确定金融机构能否参与学生的贷款计划。

评级公司通常聘请经验丰富的专家评估信用状况，但涉及的领域甚广。例如，穆迪聘请了 1200 个分析人员对 100 个主权国家、1.2 万个公司，涉及近 3 万个州、市及 10 万种金融工具进行债务评级。由于评级收费，这些专家有时也不得不向利益冲突让步。评级机构从 20 世纪 70 年代开始收费，因此它们要取悦于客户。

评级机构对信誉度的评估并不总是可靠的，这种情况在次贷危机发生前就存在。SEC 的调查发现，佩恩中心（Penn Central）的商业票据销售从 NCO 评级公司“超高”评级中受益颇多，他们从这个评级机构得到了最高评级。而此评级就发生在公司 1970 年倒闭之前。SEC 发现评级机构没有经过充足的调查就进行了级别评定。[①]

就在加利福尼亚的奥兰治县因为司库罗伯特·西特伦参与投资交易，导

---

① Ellis, *The Partnership*, pp. 98 – 105.

致历史上最大的市政破产案之前，穆迪和标普也给市政债券评定了最高级别。在安然倒闭之前，评级机构一直保持对其最高等级的评级。[①]安然事件之后，国会在2006年通过了《信用评级机构改革法案》，要求它们在SEC注册登记并提供业绩考核统计表、评级模型、职业道德标准及财务报表。[②]为了避免滥用内部信息，更好地处理利益冲突，国会要求评级机构采取收费计划等相应的措施。SEC可以针对利益冲突问题制定规则，禁止为获得高评级而要求为额外服务付费等捆绑销售。此法律对提高信用评级质量及修正评级模型的缺陷没有起到任何作用，而后者正是次贷危机的中心问题。

当评级公司开始大规模地调低曾经获得它们AAA级或投资级评级的次级抵押贷款债券评级时，国会再次表示不满。这影响到数千种总价值达1.5万亿美元的抵押债券，降级直接导致这些工具持有者手中债券价格的降低，也会导致投资者的损失。2007年7月10日，穆迪对CDOs的降级造成了50亿美元的价值变动。仅在2008年7~8月，穆迪对近1000只发行的CDO降级，影响到价值250亿美元的债券发行。到2009年2月，全球遭到降级的债券达到1.6万只，其中近九成为CDOs。[③]

信用等级下降对债券发行的影响可能从高盛2006年发行的抵押贷款担保证券中可见一斑，其中包括次级及二级抵押贷款。此次发行总额为3.38亿美元，其中有1.65亿美元同时获得了穆迪和标普的AAA评级。8个月后，也就是次贷危机时期，穆迪宣布将该债券纳入信用监控之列。数月之后，又将其从AAA级降到投资级别的最低级－Baa级。后来降到垃圾债券级别，几个月后又进行了一次降级。这样不断降级之后，债券价值急剧下降，交易也随之停止。

大规模调低次级债券的级别表明评级机构出现了问题，它们先是给予低风险优先级的评级，之后风向一转，又将其归入垃圾债券。国会委员要求

① 109 Pub. L. No. 291, 120 Stat. 1327.

② 109 Pub. L. No. 291, 120 Stat. 1327.

③ Paul J. Davies, "Half of All CDOs of ABS Failed," *Financial Times* (London), February 13, 2009.

SEC对穆迪和标普进行独立性调查。媒体也批评穆迪与结构性投资工具（SIV）客户的关系过于密切。《华尔街日报》甚至批评穆迪的管理人员与客户一起去跳伞，这种指责有些过分。但穆迪确实从到处流油的市场中大赚了一把，6年间利润增长了375%，这主要来自于结构融资评级。

穆迪90%的评级收入来自于结构性工具产品。2005年结构性金融工具评级的总收入为7.15亿美元，占穆迪总收入的40%以上。总价值为3.5亿美元的抵押贷款债券发行能给穆迪带来20多万美元的收入，而同样价值市政债券的发行只能贡献5万美元的收费。正是由于结构性金融工具评级，标普和穆迪的收入从2002年的30亿美元飙升到2007年的60多亿美元。连续5年，穆迪都占据标普500企业利润最高的位置。

SEC在2008年7月公布的研究结果显示，评级机构并没有谨慎进行SIVs的信用评级。他们发现信用评级机构人员严重不足，根本无力应对巨大规模的次级抵押债券发行。评级机构聘请的分析人员如果没有达到发行方的级别期望，就会面临没有生意上门的风险。评级机构往往不会全面衡量次级债券的风险。一位分析人员曾说："即使结构性工具中有牛，我们也得进行评级。"

穆迪在2007年2月发现在为一种在欧洲畅销的债券"固定比例债务凭证"（CPDO）评级时，因计算机运行失误给予了AAA评级。虽然在债券发行后不久穆迪就发现了错误，但在一年多以后才修正了评级。发行时债券总价值超过10亿美元，次贷危机后市场价值急剧下跌。2010年5月SEC建议穆迪采取措施提高评级质量。与此相关的指责不甚明了。SEC职员投诉穆迪提交了虚假的NRSRO申请，因为以上行为与申请中所包含的职业道德不相符合。来自SEC的"善意提醒"引发了穆迪股票的抛售，标普的遭遇与此类似。

截至2009年2月，有总价值约3000亿美元的CDOs发生违约。[①]欧盟国家银行受AAA评级的"低风险优先级"次级CDOs所累，苦不堪言。这些国家的政府启动对评级机构的调查，发现它们成了替罪羊。欧盟委员会在2008年11月建议立法机构通过欧洲证券监管委员会加强对评级机构的监管。美国财

---

① Paul J. Davies, "Half of All CDOs of ABS Failed," *Financial Times* (London), February 13, 2009.

政部长亨利·鲍尔森也表态强化评级机构监管，要求对抵押贷款担保证券进行不同类别的评级，披露利益冲突及审核的标准。他还希望评级机构对贷款发起人承担更多的监管责任。总统工作办公室金融市场领导小组表示赞成此计划。

2008 年穆迪警告说，美国由于在社会保障和医疗保障方面的支出增长过快，在未来可能会失去 AAA 级的信用评级。降级会导致融资成本的上升，从而给联邦政府带来灾难。人们无法分辨穆迪此举是认真的还是人为设计的威胁，意在让联邦政府弱化对评级机构的批评和攻击。如果是后者，它并没有达到目的。美国金融服务委员会批准法案，要求信用评级机构对市政债券和公司债券采用不同的评级分类手段。该委员会和一些州政府认为，如果采取相同的评级系统，市政债券与类似的公司债券相比，往往得到更低的评级。出于压力，穆迪在 2010 年 5 月宣布，对市政债券和公司债券分别采用各自的评级标准。

美国康涅狄格州即将竞选参议员席位的总检察长理查德·布卢门撒尔等不及立法机构采取行动，他在 2008 年 7 月起诉评级公司，认为与违约率更高的公司债券及其他机构发行的债券相比，评级公司持续故意地压低州级及市级政府债券的评级。评级机构与纽约总检察长安德鲁·科莫在 2008 年 6 月 5 日达成协议，同意加强其独立性，保证在为贷款资金池评级前必须获得关键的贷款数据信息。他们还同意增加住房抵押担保证券市场评级的透明度。为了限制花钱买评级，即使没有聘请评级机构为交易评级，也要求为其审核付费。原理是这样的话，评级机构就不大会仅仅为了赚取费用而满足客户的评级要求。此外，评级机构还同意审核证券化的贷款尽职报告，建立评估贷款发起人可靠性的标准体系。

SEC 再次介入评级机构的事务。一个 SEC 职员在 2008 年 7 月的研究详述了大型信用评级机构评级过程中的重大缺陷。SEC 建议要求评级机构披露更多为证券评级以及为证券化工具制定特别分类的信息。SEC 还建议禁止评级机构为自己设计的工具进行评级，这样它们也就失去了开发新产品的动力，其实不利于经济发展。另外，禁止评级机构商定付费人员介入客户公司的证

券评级。按照SEC的建议，评级机构参与评级模型咨询的雇员每次会面接受的礼物不得超过25美元。更重要的是，要求评级公司公开它们1年、3年和10年包括升级和降级的评级结果。SEC还建议改变规则，不再把NRSROs作为全部价值判断的参考标准，并警告投资者，信用评级只是考虑是否进行投资的第一步。

2008年12月，SEC决定延缓要求评级机构在进行债券和结构性投资工具评级时使用差异化的模型。同时，暂缓要求评级机构披露所有债券发行评级相关信息的行为。SEC转而要求评级机构采取更多措施弱化利益冲突，披露更多的评级程序及评级结果的相关信息。这没能平息人们对评级机构的指责，2009年7月，奥巴马政府建议SEC成立监控评级机构的专有部门，并且将评级划分为结构性金融工具评级及其他债券发行评级进行分别监管。更多的信息披露也很必要。2010年4月，SEC进一步建议不再认可评级机构为评估抵押贷款及其他资产抵押债券的正式机构。相对应地，债券的回报率应当由发行方的CEO来保证，而且发行方至少投资自己发行债券的5%以上。这是一个根本性的改变，投资者不认为接受投资风险是自然而然的事，而发行方也不承诺任何回报率。

多德法案采纳了许多类似的建议。法律条文需要调整，因为评级机构作为金融产业的"看门人"，应当和审计机构、证券分析机构和投资银行一样承担相同的责任并接受同样的监管。法律陈述还指出，结构性金融产品信用评级不当是导致次贷危机的重要原因。与《萨班斯—奥克斯利法案》要求的相类似，多德法案要求评级机构加强内部控制并用实际证明自身的效率。SEC会建立信用评级办公室，至少每年对信用评级机构进行一次检查。

SEC将建立一定的规则对评级机构采用的数据和模型进行定性和定量的管理，规范评级程序及方法，而SEC如何获得相应的管理技能并没有说明。SEC还要求公布评级的方法。至少50%的评级机构董事会成员是独立董事。SEC还要求评级机构向客户通报和报告在评级收集信息期间发现的违背联邦证券法的行为。评级分析人员要通过资格审核并且拥有继续学习的能力。

根据多德法案，SEC对是否需要由独立机构指定评级机构对CDOs进行评

级开始研究。而总审计长负责报告信用评级机构的替代组织，包括成立独立的专业分析机构等。调查公司克罗尔的创始人朱尔斯·克罗尔，在2004年公司被威达信集团收购之前出售，在2009年8月宣布成立新的评级公司。新公司将为客户提供信息和服务并收取年费。这也许是调整模型的更常见的方式。显然，模型不可能解释所有预料之外的风险，但至少可以强化压力测试。

多德法案要求所有法定机构和监管部门以NRSROs信用评级为参考，都要转换成“符合相关联邦监管机构设立的信贷价值标准”这一条款。多德法案在修改的最后一刻还规定评级机构要符合《1933年证券法》的法律责任要求。这使得3家评级机构都停止为资产抵押债券评级，使得总额达1.2万亿美元的市场处于冻结状态。福特汽车公司的融资部门在冻结中退出了市场。SEC之后允许6个月内债券发行不需要经过信用评级。

一共有30多起指控信用评级机构不当评级造成损失的案件。辩护的基本观点是，评级机构仅仅是表达它们对一个公司或金融工具信誉度的看法，而且属于宪法第一修正案言论保护的范围。有个联邦法院的法官在一起案件中认定，评级机构不受宪法第一修正案的保护，它们的评级报告只用于投资者的产品选择。在之前的一起案件中，高等法院认为邓白氏公司出具的信用报告错误地报告一家私营公司处于破产状态，这不受报纸拥有优先权的宪法第一修正案的保护。[①]

一起集体诉讼指控穆迪，谎称他们是独立评级机构。联邦地方法院认为原告起诉的理由是，穆迪按发行方的要求修改了评级，而穆迪提供了评级方法的虚假信息。加州公务员退休基金（CalPERS）希望通过起诉评级公司减少在结构化次级产品上的10亿美元投资损失。起诉的理由是评级机构疏于责任，向CalPERS提供了不当的信息，将投资工具的评级定为AAA级。CalPERS认为评级机构不能胜任出具评级报告并评估与投资工具相关的信用风险这项工作。当这一指控正式立案之后，CalPERS对评级机构更为恼火，因为在2009年12月，穆迪将其降级为Aa3级。

① *Dun & Bradstreet v. Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U. S. 749 (1985).

美国保险业监管机构——美国保险监督官协会（NAIC）在2008年10月宣布，正考虑进入信用评级领域。NAIC已经对国家监管的保险公司的信用状况及拥有的等级证券做了了解，以作为储备投资。2009年9月穆迪的前任分析人员艾瑞克·科尔津斯基举报说，穆迪2009年还在继续为结构化债券提供不实评级，这更强化了NAIC的计划。之前在穆迪负责监察的斯科特·麦克莱斯基也声称，穆迪并没有正确对待市政债券的评级，他及其他监察人员的职位被公司结构性金融工具的分析人员所取代，这些分析人员评级的债券在后来不得不降级。

美国保险专员利用以上丑闻再次展开对评级机构的攻击，他们希望借此机会废除由评级机构作为保险公司投资组合风险仲裁人的做法，但是用政府设立的评级机构取而代之是灾难性的药方。如果这样，将由政客而不是经济学家掌控评级，而且与此相关的问题是如果政府本身不成为评级机构，它如何才能监管风险模型。

显然，由政府主导风险管理模型是危险的。政府会利用手中的权力操纵商业模型。当奥巴马2009年走马上任时，政府对19家最大的银行进行了检验生存能力的压力测试，希望据此分析银行是否能够承受2009年3.3%的经济紧缩及2010年的经济零增长。测试假定房价再下降22%，今后两年失业率上升到10.3%。对于那些没能通过这些假设条件下压力测试的银行，在6个月的时间里通过私营渠道融资。如果不能成功融资，政府将从银行手中购买可转换的优先股，并付9%的股息，然后将其转换成普通股。这是拓宽风险模型、测试巨灾风险影响的第一步。这种尝试本来是好的，但却伴随着金融服务业的国有化，监管者们利用压力测试控制银行的资产负债表。

消费者保护

根据多德法案，美联储采取监管措施，除非债权方在查明申报信息之后，出于善意作出合理的发贷决定，否则禁止发放住房抵押贷款，而且在贷款发放之时，消费者基于现有条款、需缴纳的税款、保险（包括抵押贷款担保保险）及评估，有相应的偿还贷款的能力。贷款的发放除了要考虑到消费者抵

押资产的净值或者是能够保证还贷的不动产之外，还要考虑到其信用记录、当前收入状况、未来有保障的期望收入、当前负债、负债—收入比率或者是消费者在偿还非抵押贷款债务及抵押相关债务后的收入剩余、就业状况及拥有的其他金融资源。债权方应当评估消费者在还款期限内按照还贷安排还款、全部摊销贷款金额的能力。禁止基于虚假信息放贷，贷方必须查证借款人的收入情况。

多德法案中还增加了电子费率监管方面的一些消费者保护条款，要求美联储监管借记卡交易处理时的跨行交易费，收费应当合理并与其持卡人相关额度保持合理比率。美联储还有权监管处理信用卡交易的网络收费。反对信用卡公司设定登录网络的限制。预计到限制的存在，许多银行设计了其他收费项目并且将多德法案和2009年通过的《信用卡问责、义务和信息披露法》（限制银行提高服务价格）的成本转嫁给消费者。对信用卡透支的平均利息攀升到14.7%。多德法案中还包括其他保护消费者的条款，例如汇款信息公开等，这对新移民给家乡的亲人汇款比较重要。

多德法案还要求抵押贷款发放人进行注册登记或办理相关的执照，并禁止掠夺性条款，包括禁止煽动无适当偿付能力的消费者申请住房抵押贷款、掠夺财产权益（通过贷款除却住房财产权益）、乱收费及其他不合理条款。如果放贷方不能为消费者提供他有资格获得的贷款，则放贷方不能鼓动消费者从其他的放贷方获得贷款。这项规定有些家长作风。禁止伪造借款人的信用记录和财产评估报告，限制贷款收费及以贷款费名义付给抵押贷款经纪人的收益率差价。限制提前还款惩罚及负摊销贷款方案，并要求在贷款后利率重置时必须做特别的信息披露。财产估价机构必须独立。

消费者金融保护局

财政部长盖特纳主导的改革建议成立消费者金融保护局，此举也得到了哈佛法学院教授伊丽莎白·沃伦的支持。按照当初的建议，此机构负责审查消费者信用相关事务，如信用卡、抵押贷款、储蓄及银行账户和退休年金等。此外，还要求向消费者零售标准化的金融产品，这样才能为其提供售后服务

投诉保障。消费者可以投诉非标准化的产品，其实这样也扼杀了金融产品的创新。

上面的提议遭到美联储主席伯南克、FDIC、SEC和工商界的反对。[①]众议员巴尼·弗兰克希望稀释消费者金融保护局的权力来消除产业界的反对声音。除了其他方面的要求以外他将要求金融机构提供像固定利率抵押贷款这样的单纯功能性产品的建议废除，而且也不要求金融机构确定消费者了解他们购买的产品。

多德法案创立的消费者金融保护局（CFPB）隶属于美联储，由总统任命、参议院认可独立的主席，这引发了是否由沃伦任主席的争斗。参议院不太可能认可，就任命她为特别顾问，指导机构的建立。CFPB的使命是坚定地贯彻执行联邦消费者金融法，确保所有的消费者都能获得金融产品及服务，而且其产品及服务公平、透明且有竞争力。此机构的年度预算是5亿美元。

CFPB将在现在的联邦消费者金融法律法规框架下，监管零售金融产品及服务的供给。他们有权设立法规保护在金融机构购买金融产品或接受金融服务的消费者。但在规定出台之前，他们要与其他监管机构进行磋商，如果其他机构认为会影响到银行系统的安全及正常运行，或者是影响金融系统的稳定，则可以上诉。

CFPB有权检查及监管资产超过100亿美元的银行和信用机构、所有的抵押贷款相关业务（包括债权人、服务项目及抵押贷款经纪人）、发薪日贷款机构、学生贷款机构（由私营教育贷款监察专员监管）、债务托收机构及消费者报告机构。CFPB还要通过监管确保按照法律个人和社区不受任何歧视地从事信用活动。联邦贸易委员会的这一权限转移给CFPB，但这两个机构可以执行各自的规定。

CFPB有权为搜集材料而传唤证人并签发调查令，而且这些命令可以由法院执行。CFPB在发现违规时可以签发指控通知，在听证会之后可以签发暂停和停止命令或责令改正命令，并且可以进行民事处罚或命令平等救济，但以

① Stephen Labaton, "Regulators Spar for Turf in Financial Overhaul," *New York Times*, July 25, 2009.

上所有命令的签发都要经过司法审查。他们也可以向司法部申报推定有罪。

当州级法律和CFPB规定不一致时，CFPB具有优先权，除非州级法律提供更多的消费者保护，这时可视作一致。然后，CFPB将此标准设为在这个州及联邦的水平。当然，还有很多是排除在CFPB监管范围之外的，如汽车零售商不提供不可转让贷款及其他小规模业务，个人业务及其他机构应当由SEC及CFTC监管，而且也禁止CFPB为贷款利息设限，但"高成本"住房抵押贷款（通常指比照类似交易，最优惠利率高6.5%以上）属于其监管范围。

按照法律要求，在CFPB下面设立了新机构——金融教育办公室，旨在与金融知识及教育委员会、全国金融教育计划配合，提升消费者的金融知识水平。CFPB还按照要求进行了许多研究，如反向抵押贷款是否存在不当行为及信息披露方面的研究、学生贷款方面的研究及信用评分方面的研究。HUD受命负责另一项增值分成抵押贷款的研究，放贷方分享出售时权益的增值部分，而贷款方可以少付利息或免付利息。

补偿事件重演

安然时代，对发生丑闻的公司高管进行补偿引起了人们的愤怒。而次贷危机中类似事件的结果有过之而无不及，有消息披露说，倒闭金融公司的高管们获得了数十亿美元的补偿。工会对次贷危机中获得补偿的高管直面攻击，建议限制接受TARP计划资金救助的大型金融机构高管的补偿。[①]人们的这种反应在2009年2月国会通过的一揽子经济刺激计划中有所体现，其中对接受救助资金机构高管的薪酬做了严格的限制。改革者们并不满足于此，他们希望通过立法将此规定延伸至所有的公共机构。结果不出所料，那些华尔街大型金融机构的精明的高管们离开接受政府救助的公司，加入既不受薪酬"警察"管辖又不受公务员限制的私营企业。[②]奥巴马政府的"TARP补偿计划特

---

① Craig Karmin, "Shareholders Renew Push to Regulate Executive Pay," *Wall Street Journal*, February 13, 2009.

② Graham Bowley and Louise Story, "Crisis Reshaping Wall St. as Stars Begin to Scatter," *New York Times*, April 12, 2009.

别执行专员”，也就是俗称的“薪酬沙皇”肯尼斯·范伯格进行了一项研究，结果是受TARP薪酬制约公司中，约有15%的高管从公司离职。

奥巴马总统宣布了一项计划，建议用奖金税来支付TARP的成本。在报告他2009年调整后的毛收入为550万美元的前提下，总统在2010年1月14日的发言中延续民粹主义的主旋律，认为即将发放的金融机构的资金是令人憎恶的。金融机构2009年的奖金甚至超过2007年的水平，确实将突破历史纪录，自愿成为攻击的靶心。2009年华尔街的奖金总额比前一年增长17%，当年华尔街薪酬总额达到破纪录的1400亿美元。只有最高级别的高管为了避免负面宣传，薪酬有所下降。

华尔街之外的高管们丝毫不客气，10年间薪酬最高的要数甲骨文公司的拉里·埃里森，当时他拿到了18.4亿美元。巴里·迪勒以11.4亿美元列为亚军。当《福布斯》报道2009年奥普拉·温弗瑞赚了3.15亿美元、电影导演詹姆斯·卡梅隆赚了2.1万美元、碧昂斯赚了8700万美元、Lady Gaga赚了6200万美元时，没有人表示反对。《纽约时报》指责美国自然历史博物馆馆长艾伦·富特在2010年拿着87.7万美元的收入，其居住的价值500万美元的房子却免税。美国现代艺术博物馆的总监格伦·洛利拿着200万美元的报酬，却住在博物馆价值600万美元的托管公寓。

美联储在2010年对银行雇员实行了长期性的薪酬限制，确保银行不会鼓励员工去承担过度的风险。人们无从得知美联储为何会做这样的决定。多德法案也给了支持公司治理一个交代。除了开展业务必须承担的风险，监管机构采取措施禁止鼓励承担过度风险的薪酬计划。多德法案还包含一些未来要实现的改革目标。公共机构的股东现在必须以无约束力投票的形式为高管的薪酬及高额离职补偿表态。美联储已经为此开了后门，但成功者寥寥无几。

SEC授权股东代理人任命公司总监。这是工会长期以来追求的对公司管理进行挑战的方式。薪酬委员会只能由独立的董事组成，这样他们才能去聘请其他的薪资顾问从而强化独立决策能力。但过去，薪资顾问的作用其实只是找出新的路子提高薪酬而已。多德法案要求必须公示CEO薪酬与员工平均薪酬的比例。而公共机构要说明它们为什么将总裁和CEO的职位分开或没有

分开。这也是一项从未证明其有效性的企业改革。多德法案也采纳了 SEC 已经实施的限制经纪商参与董事会选举的规定。现在要求公共机构对之前按照不确切的金融信息发放的高管薪酬实行追索性条款。

最新的改革措施就是禁止公司实行鼓励过度承担风险的薪酬计划。2009 年 10 月，肯尼斯·范伯格命令接受政府 TARP 资金的公司中，薪酬排名最高的 175 名高管将薪酬平均削减一半。美联储主席同时宣布美联储将采取措施要求最大的 28 家金融机构调整它们的薪酬计划，证明不存在鼓励过度地承担风险。但 2009 年 11 月花旗集团宣布以巨额期权的形式给员工发放奖金。12 月，范伯格宣布接受 TARP 资金公司高管的最高薪酬上限设定为 50 万美元，奖金数量不能超过薪资的 45%。这使得高管们纷纷转向以股权代替奖金，这意味着可能会推动回到安然会计操纵的时代，从而推高股价。

正是低风险优先级的次级 CDOs 引发了金融危机并使之蔓延，而这些产品拥有 AAA 信用评级，是债务工具的最高级别，意味着其风险敞口极低。通常银行会避开那些评级低的产品，即使投资风险级别为 AA 级的产品回报更高，它们也不愿意投资。银行不希望承担更多的风险。AIG 也将其 CDOs 归入 AAA 级的 CDOs，他们认为其风险很低甚至没有风险。他们失误是因为市场崩溃，不是他们希望主动去承担过度的风险；相反，他们认为自己是非常保守的投资机构。而政府也认为此产品为低风险优先级的工具，并给予资本上的优惠待遇，因此促使银行纷纷投资。

激励体系是吸引并留住人才的关键。这也是影响与决策相关的风险管理的重要因素，流氓交易员是最好的例子。如果交易员的薪资完全取决于交易的利润，则交易员的状况令人羡慕。如果成功了，他可以利用所在机构的广泛资源承担风险，使自己的奖金最大化；如果不成功，他的薪资减少，甚至失去工作；如果他没有成功而且没有承担大的风险，结果对他同样不利。对于风险偏好者来说，这种情况是有利的，尤其是在他用他人的钱去投资时更是如此。也就是说，“如果赢了，大头是我的；如果输了，小头是我的”。

理想的激励机制是，鼓励交易员和高管注重公司长期的安全性，并在短期获得交易利润。这种机制的形成有相当大的难度。有个提议就是给这些交

易员和高管在公司开立“资本”账户，这个提议也得到了改革派的支持。每年高管及交易员奖金的相当一部分都打入这个账户。账户里的资本可以享受与市场相同的回报率，但账户中的资金在高管及交易员离职几年后才能提出，如果仍供职于公司，也要延后数年提取。这样会促使交易员及公司高管采取长期利润最大化的投资策略。他们会积累起一个高效的养老账户，而不是每年都要用交易来提供短期资金。

这应当是管理风险相关薪酬的合理方式，但也要考虑到不可预计的后果。次贷危机中有些高管的奖金是以期权或股权代替现金发放的，2009年第四季度股票市场的复苏给他们带来了意外之财。但这并不意味着这些高管会保有这些财富，因为股票市场如同2010年经历的一样会时涨时跌。不管改革派们如何行动，2009年华尔街公司的薪酬上涨了17%。

托管奖金，效果也不一定好。雷曼兄弟曾采取5年留存期由股权替代奖金的方式。从根本上来说，最重要的还是商业决策判断，而这不应当由政府或工会养老基金来强制决定，它们只知道一味地抑制风险。不存在不承担任何风险而成功的例子。几乎所有的发家史都伴随着巨大的风险。如通常所说，没有风险，就没有收益。具有讽刺意味的是，随着次贷危机的发生，有些威斯康星这样的州立养老基金却选择加大杠杆的投资组合，希望承担更多的风险来提高回报，以弥补基金的损失及缺口。而改革派们希望银行资产负债表去杠杆，降低风险。

公共机构规避风险会带来官僚主义，而不是有胆略的领导及管理人员。由于承担过多风险（也有其他原因）而失败在生意场上司空见惯，人们也愿意接受。承担风险是社会进步的必要路径。生意人都认可的真理就是“没有胆略，就没有辉煌”。现在政府和企业改革派主张规避风险，认为承担风险对整个社会都是不利的。举例来说，如果不承担风险，制药公司就应当立即停止治疗癌症药物的研发，因为成功的几率很小；新的发明也应当停止，因为多数的发明者都以失败而告终。而那些新成立的公司也是如此。

2008年第三季度股市下行，使得公司高管薪酬的话题被再度热议。在公共机构出现了一种有意思的现象，很多公司高管因追加保证金而被迫出售公

司股票。人们希望高管大量持有他们所管理的公司的股票，这是胆识和忠诚的考验。但高管们希望兑现或者投资于其他的公司，因此他们用自己公司的股票做担保借款投资，一旦股市下行，他们就需要追加保证金。

在股市下行时，那些没有出售自己公司股票的高管们需要承受更大的内部及外部压力。出售股票必须向 SEC 报告并对外公布，而 SEC 和刑事检察官会核查出售是否与内部信息相关。高管们其他的选择就是眼看着自己的财产损失而不采取任何行动，或者即使事实不是这样，也要说服公众公司运转良好，重新取信于民以阻止股价下跌，或者是调整公司账目来支撑股价。

集中投资于一家公司的股票违反了最基本的现代投资组合原则：分散投资。现在这种莽汉式的持股应当改变，比如说将延后的奖金进行多样化的投资，或者是鼓励高管们将公司股票的大部分做对冲。这可能会部分减轻促使高管们在市场下行时采取极端措施的压力，也避免误导投资者。在危机中保持冷静的头脑管理公司需要客观看待问题。当高管们面临自身财产损失时，他们不会客观，他们会不顾一切。

联邦保险

2008 年 3 月发表的财政部蓝皮书希望联邦政府在保险监管方面有所作为，包括设立联邦保险办公室或者是选择颁发联邦保险特许执照，以便在联邦层面对保险公司进行监管。多德法案没有提及颁发联邦保险特许执照，但将联邦政府纳入保险业的监管体系，而按照 1945 年《麦克卡兰—费古森法》，以前都是归州级政府管辖。

多德法案在财政部下设立了新的机构——联邦保险办公室（FIO）。FIO 的职责是监管保险业的各个方面，并随时监测有可能对保险业或金融系统带来风险的事件。FIO 可以向金融稳定监管委员会提议对某一家保险公司作为非银行金融机构的代表进行监管。多德法案也要求 FIO 监督保险公司是否能够为穷人提供他们偿付得起的保险。不包括在 FIO 监管范围的领域有医疗保障保险、特定的长期保健保险和农作物保险。

FIO 在州法律歧视外国保险公司时具有优先决定权，但绝大部分州级保险

法规得以保留。只是被保险人所在州会要求被保险人为从无执照保险公司购买商业保险而缴纳保费税，也就是说，由其他州保险公司出售的保险就不需要付税。这些无执照的保险人只接受所在州的监管，而溢额保险经纪人在某些情况下只接受所在州的监管。州政府对来自其他州的再保险公司的监管责任也做了规定。

第 3 节 国外的监管

金融服务监管局

次贷危机发生前，英国唯一的金融监管部门——金融服务监管局（FSA）是全球监管业的典范。在北岩银行由于监管不力发生 100 多年来英国的首个银行挤提事件之后，它失去了这份荣耀。政府对英格兰皇家银行和劳埃德银行的紧急救助也被看作是 FSA 监管不力的结果。但英国政府还是希望提高 FSA 的监管权力及预算。FSA 主席特纳勋爵提交了一份冗长的报告，建议 FSA 放弃“轻干涉”的监管方式。

FSA 宣布，因巴克莱银行无法提供 5750 万美元交易的准确交易报告，对其罚款 406 万美元，这一罚款额史无前例，也充分证明了 FSA 的严厉及权力。其实，这可能只是由计算机的小故障造成的，但原因对 FSA 而言无关紧要。在另一起事件中，因内部交易，FSA 对个人罚款 150 万美元，也创下了纪录，而且因美林交易员错误记录了 1 亿美元的交易记录，FSA 取缔了他的证券业务交易员资格。摩根大通由于没有正确地隔离客户的资产被处罚款 4000 万美元。高盛没有告知 FSA 法布里斯 · 图尔在搬到伦敦时正在接受 SEC 的调查，被罚款 310 万美元。如前文所述，图尔是 SEC 的 ABACUS2007 - ACI 案件的被告之一。

特纳勋爵希望通过提高银行的资本金及流动性要求来限制其承担过度的风险。特纳也支持建立泛欧洲的监管机构，之前 FSA 一直反对这个计划。此外，特纳还批准了一项限制 FSA 所监管金融机构高管过高薪酬体系的提案。

这些行动引起了争议，但在一次会谈中特纳奇怪地支持伦敦放弃国际金融中心的地位，因为出现了“浮肿”。他认为金融服务体系过于庞大，应当加以控制。他还出奇地建议伦敦征收“托宾税”(以诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾的名字命名的一项计划，对金融服务交易征税)，用税款支持欠发达国家的项目。

布朗首相在2009年11月英格兰的G20会议上表示支持征收托宾税，但遭到美国的激烈反对。之后布朗放弃了这一提议。当奥巴马政府宣布将新征900亿美元的银行税以弥补TARP的损失时，布朗转而支持征收统一的银行税。他在2010年2月指出，全世界都支持征收这种税。英国财政大臣阿利斯泰尔·达林攻击布朗，说布朗由于对经济过于悲观而“使出吃奶的劲”反对他。英格兰银行行长默文·金建议将大银行拆分成小银行，因为大银行在某些领域肯定会存在系统性风险。布朗拒绝降低伦敦金融服务业的等级，希望限制银行雇员的薪酬并谋求长期发展，而且当今后发生损失时，要追回收益。布朗也支持增加银行的资本金要求。

2009年12月9日，英国政府宣布对超过4.07万美元的银行雇员奖金增加50%的收费。这使得伦敦愤懑满城，甚至《纽约时报》都认为这个做法不明智。但第二天法国宣布以同样的办法对银行奖金征税。德国拒绝跟进，但默克尔认为从政治的角度来说，控制银行奖金是正确的。欧洲央行行长让·克洛德·特里谢加入其中，批评金融服务行业的奖金制度。对于此事，英国银行提高了高管的工资，以弥补增加的税收了事，奖金并没有减少，和往常一样，由股东买单。

英国保守党对此作出回应，提议废除FSA，将权力交回给英格兰银行。保守党还建议设立新的消费者保护机构，并对银行征税以弥补紧急救助的资金。保守党猛烈攻击巴克莱银行的总裁鲍勃·戴蒙德。他领导巴克莱银行安全渡过了次贷危机，但却因为1亿美元的薪酬备受指责。巴克莱银行丝毫没有受此影响，2010年9月提拔戴蒙德为整个银行系统的CEO。FSA的CEO赫克托·桑特对银行聘请的高管行使了否决权，认为他不符合基本的职业道德标准。

保守党在 2010 年 5 月的选举中没能获得多数选票，但参与形成联合政府。他们宣布将 FSA 拆分成三个新的机构，并且由英格兰银行从整体上掌控系统性风险，监管大型金融机构。

密歇根大学法学院的亚当·普利特查德预测，之前推动金融服务业从纽约转移到伦敦的监管存在不确定性，而现在伦敦也面临着相同的不确定性，会促使金融中心向更适合开展业务的地点迁移。[①] 找到适合开展业务的环境越来越难。德国财政大臣建议对全球的金融交易征税，结束他们"狂饮"式高风险的金融服务模式。[②]他表示支持国际清算银行（BIS）的研究结论，大型银行导致了系统性风险威胁，它们应当多缴税。

欧盟

欧盟（EU）越来越多地采用美国式的监管体系，在反垄断方面比美国更胜一筹。奥巴马政府承诺配合监管，任命反垄断能手克里斯丁·瓦尔尼在司法部隶属下领导反垄断部门。EU 在 2001 年尽人皆知地否决了已经由美国司法部审核批准的通用电气对霍尼维尔的并购。2008 年 5 月，欧盟委员会还对微软罚款 13 亿美元，因为欧盟委员会认为其行为违反有关规定，而且欧盟还展开了有关微软的其他调查。

由于违反反垄断法，欧盟对英特尔罚款 14.5 亿美元。一位 EU 的监察专员发现竞争主管机构在英特尔的案件中"管理不善"，有意封闭申辩无罪的信息。但这并没有影响到这些机构，第二天它们指控标普的垄断行为。EU 很快成为科技领域反托拉斯的国际法院。EU 竞争主管机构变得越来越严苛，对美国公司尤其如此。这些官员 2008 年在制药公司的办公室上演了艾略特·内斯式的突袭剧。葛兰素史克因为拒绝出售药物给希腊的药物批发公司而成为打击的对象，其实是希腊公司拒绝交易，它们不想出像欧洲其他买家那么高的价钱。

---

① Adam C. Pritchard, "London as Delaware," *University of Cincinnati Law Review*.

② Bertrand Benoit, "German Minister Calls for Global Tax," *Financial Times* (London), September 12 - 13, 2009.

欧盟逐渐将监管的领域扩展到金融服务行业。虽然《萨班斯—奥克斯利法案》没能通过，但EU在2006年5月采用了其缩减版。欧盟这一版本要求董事会成员对财务报告负责，并要求他们实施公司治理条例。监管范围扩展到审计人员，要求他们必须是独立董事。有意思的是，在G20会议上，奥巴马政府人员与欧盟领导人就采取措施应对正在全球蔓延的金融危机产生了矛盾。奥巴马总统支持用增加支出的方式重启经济，而一些欧盟首脑希望专注于监管改革。

2009年9月，G20在增加银行资本金要求上也没能达成一致。法国反对由美国和英国提出的大幅度提高资本金的建议，但最后消除了分歧。由G20指派监管人员成立金融稳定理事会，设计更为可靠的金融体系，为银行员工奖金设限，直至他们提高资本金。EU还建议立法，规定银行员工奖金的40%~60%延后3~5年发放，而且当年奖金的50%以公司股权的形式发放。这种方法似乎太短视，因为这会促使高管们通过会计操纵推高银行股价，就像在美国发生的那样。

全世界的监管机构都在推动大型银行设定“生前遗嘱”，提出危机发生时的流动性方案，这是一个好主意，而且多德法案已经将此内容囊括其中。由学术界人士和前任监管人员组成的欧洲影子金融监管委员会呼吁G20要求各种规模银行，无论资产多少，都要建立足够的储备以应对未来的金融危机。

宣布将成立3个泛欧洲监管机构，加强日常银行、证券和保险业监管。这将巩固欧盟现有的金融服务协调机构。但人们担心监管人员是否会介入成员国的财政事务。欧盟还建议立法成立欧洲系统性风险委员会，由欧盟27个国家的央行领导组成。欧洲金融监管体系还将成立以监管特殊的银行。这些建议在2010年9月得以通过。

结　论

美国正处在历史的转折点。我们在次贷危机中将目光转向危机的深渊，心惊胆战。许多世界领先的金融机构破产或被迫接受联邦政府的救助。雷曼兄弟倒闭引起的巨大恐慌使世界金融体系危机四伏、几近崩溃，只能寄希望于联邦储备委员会和财政部在绝望中力挽狂澜。巴拉克·奥巴马政府签发了数量庞大的法律法规，其应对措施深入金融领域的每个细枝末节。不幸的是，这些法律措施无济于事，只是为金融机构徒增了成本而已，也确实无法避免未来金融危机的发生。这些改革的大部分长期以来似乎一直是公司激进分子所主张的，只会加剧未来的危机，但国会并不太理会。

经过最后的分析研究，我们要承认，监管并不能打破经济周期。金融系统会自己重建并且启动下一轮的繁荣，而繁荣会不可避免地导致接下来的低迷及下一次危机，这样的循环贯穿历史始终。金融的周期性本质在历史的长河中一遍遍重现。泡沫、衰退、低迷及萧条会紧跟着经济的快速增长，这是永恒的金融规律。政府一直致力于减轻或规避这些衰退，但历来收效甚微。

在当今的形势下，人们的注意力将从导致次贷危机的真正原因上转移开来，真正的原因就是政府不仅鼓励并且需要巨额的次级贷款。当拒绝放弃市场价值会计准则导致市场崩溃时，监管者们将银行置于孤立无援之地。国会及监管机构不去追究这些政策失误，却指责高管们的薪酬计划。商业机构并非不应为经济崩溃承担责任，但降低借贷标准一定为此准备了便捷的台阶。

教训已经非常明晰，次级贷款非常危险。不顾与次级贷款相关的灾难性

失利，奥巴马政府在2009年9月28日骄傲地宣布，计划投入350亿美元以便继续为次级贷款融资。联邦住房管理局（FHA）继续执行稍微提高的低首付政策，继续允许无偿还能力的次级贷款者获得抵押贷款。房利美和房地美仍然控制着住房抵押贷款市场，继续累积政府现在就要筹款偿还的负债。

尽管是已经破产的机构，2009年第二季度房利美和房地美还是提供了抵押贷款市场77%的流动性。2009年上半年，仅房地美一家就购买或担保了3190亿美元的抵押贷款及与抵押贷款相关的债券。房利美2009年6月30日的业务记录达到3.19万亿美元，尽管2009年第二季度亏损148亿美元，但其业务仍在拓展。最后，新的房利美和房地美监管机构——联邦住房金融管理局在2010年9月2日宣布，不再允许这两家机构购买高风险的抵押贷款以实现住房可偿付性的目标。

美联储在设定利率政策方面也是茫然无措。它将短期利率压低到接近于零，开始下一轮泡沫阶段。如此低利率的结果尚不得而知，但很可能是在为下一次危机铺路。

参考文献

此文中有关金融市场、统计数据、金融报告及金融事件的描述主要源自《华尔街日报》《纽约时报》及《金融时报》（伦敦）。当然，也有大量的信息来源于政府、公司及其他网站。由于篇幅所限，在此无法逐一列举，但这些资源在律商联讯（LEXIS - NEXIS）和谷歌网站上皆可查询。其他来源的主要参考文献在此列出。在此书写作时，也参考了本人以前在法律方面的文章及著作，一并列入参考文献。

"Accounting Principles." *Securities Regulation & Law Report*. Bureau of National Affairs, Washington, DC. October 27, 1980, vol. 40.

ACORN, www.acorn.org/index.php? id = 12342/.

Aimis Art Carp. v. Northern Trust Securities, Inc., Civ. No. 08 - 8075 (SDNY August 6, 2009).

Anderson, Jenny. "New Exotic Investments Emerging on Wall Street." *New York Times*, Sep - tember 6, 2009, p. A1.

——. "S. E. C. Unveils Measures to Limit Short Selling." *New York Times*, July 16, 2008, p. C1.

Andrews, Edmund L., and Jackie Calmes. "Fed Chairman Tacitly Backs Calls for Spending." *New York Times*, March 4, 2009, p. A16.

Backner, Steven K. *Back from the Brink: The Greenspan Years*. New York: John Wiley and Sons, 1996.

Bajaj, Vikas. "Downturn Tests the Fed's Ability to Avert a Crisis." *New York Times*, March 9, 2008, p. A1.

Becker, Jo, Sheryl Gay Stolberg, and Stephan Labaton. "White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire." *New York Times*, December 21, 2008, p. A1.

Bell v. Kirby Lumber Corp. 413 A. 2d 137 (Del. 1980).

Benoit, Bertrand. "German Minister Calls for Global Tax." *Financial Times* (London), Sep – tember 12—13, 2009, p. 1.

"Bernanke Repeats Opposition to Outright Nationalization of Banks." *Securities Regulation and Law Report* 41 (March 2, 2009): 341.

Blankfein, Lloyd. "Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk." *Financial Times* (London), February 9, 2009, p. 7.

Blount v. Securities and Exchange Commission, 61 F. 3d 938 (D. C. Cir. 1995).

Board of Governors of the Federal Reserve System v. Dimension Financial Corp., 474 U. S. 361 (1986).

Bomfin, Antulio. *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments.* San Diego: Elsevier Academic Press, 2005.

Bosworth, Barry, et al. *The Economics of Federal Credit Programs.* Washington, DC: Brook – ings Institution Press, 1987.

Bowley, Graham, and Louise Story. "Crisis ReshapingWall St. as Stars Begin to Scatter." *New York Times*, April 12, 2009, p. A1.

Brown, Ken, and David Enrich. "Rubin, Under Fire, Defends His Role at Citi." *Wall Street Journal*, November 29 – 30, 2008, p. A1.

Buckley, Robert M., John A. Tuccillo, and Kevin E. Villani, eds. *Capital Markets and the Hous – ing Sector: Perspectives on Financial Reform.* Cambridge, MA: Ballinger, 1977.

Bruner, Robert F. *The Panic of* 1907, *Lessons Learned from the Market's Perfect Storm.* Hobo – ken, NJ: John Wiley and Sons, 2007.

Carrington, Tim. *The Year They Sold Wall Street.* Boston: Houghton Mifflin, 1985.

Carroll, Paul B., and Chunka Mui. *Billion Dollar Lessons.* New York: Portfolio, 2008.

Cendrowski, Harry, James P. Martin, Louis W. Petro, and Adam A. Wadecki. *Private Equity: History, Governance, and Operations.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2008.

Choudhary, Amod. "Auction Rate Securities = Auction Risky Securities." *Duquesne Business Law Journal* 11 (2008): 24 – 25.

Cohan, William D. *House of Cards.* New York: Doubleday, 2009.

Cole, Roger T. "Subprime Mortgage Market." Testimony before the U. S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, March 22, 2007.

Congressional Senate Oversight Committee, Hearings on Regulation of the Financial Sector, January 14, 2009.

Countrywide Financial Corporation Securities Litigation, *In re*, 2008 U. S. Dist. LEXIS 102000 (C. D. Cal. 2008).

Craig, Susanne. "Merrill's $10 Million Men." *Wall Street Journal*, March 4, 2009, p. A1.

Craig, Susanne, Jeffrey McCracken, Aaron Lucchetti, and Kate Kelly. "The Weekend That Wall Street Died." *Wall Street Journal*, December 29, 2008, p. A1.

Cresswell, Julie, and Landon Thomas, Jr. "The Talented Mr. Madoff." *New York Times*, January 25, 2009, p. BUI.

Crisafulli, Patricia. *The House of Dimon.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2009.

Crovitz, L. Gordon. "No Such Thing as Riskless Venture Capital." *Wall Street Journal*, August 10, 2009, p. A9.

——. "When Even Good News Worsens a Panic." *Wall Street Journal*, November 24, 2008, p. A17.

Dash, Eric, and Julie Creswell. "Citigroup Pays for a Rush to Risk." *New York Times*, November 23, 2008, p. A1.

Dauer, Ulrike. "In Europe, Goldman's Blankfein Assails Pay." *Wall Street Journal*, *September* 10, 2009, p. C1.

Davenport, Todd. "Fair Value: Few Fans, But Fewer Alternatives; Despite Widespread Frustra - tion, Changes Don't Seem Likely." *American Banker* 173 (March 24, 2008): 1.

Davies, Paul J. "Half of All CDOs of ABS Failed." *Financial Times* (London), February 13, 2009, p. 25.

Decovny, Sherree. *Swaps*. London: Prentice Hall Europe, 1998.

De Kwiatkowski v. Bear Stearns & Co., 306 F. 3d 1293 (2nd Cir. 2002).

Department of the Treasury. "Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure." March 2008.

——. "Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation." June 17, 2009.

Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). DTCC Media Statement on General Motors Credit Default Swaps, June 4, 2009.

Dougherty, Carter. "Sweden's Fix for Banks: Nationalize." *New York Times*, January 23, 2009, p. B1.

Dowd, Maureen. "Disgorge, Wall Street Fat Cats." *New York Times*, February 1, 2009, p. WK11.

Duhigg, Charles. "Doubts Raised on Big Backers of Mortgages." *New York Times*, May 6, 2008, p. A1.

——. "Two Fallen Mortgage Giants Are Unlikely to Be Restored" *New York Times*, March 3, 2009, p. A1.

Dun& Bradstreet v. Greenmoss Builders, Inc., 472 U. S. 749 (1985).

Durrer, Michael. "Asset - Backed Commercial Paper Conduits. *North Carolina Banking In - stitute* 1 (1997): 119.

Ellis, Charles D. *The Partnership, The Making of Goldman Sachs*. New York: Penguin Press, 2008.

"Experts on Bernanke Speech." *Business Week*, August 21, 2009, www. businessweek. com/investor/content/aug2009/pi20090821_ 891530. htm.

Fannie Mae. *Housing Matters, Issues in America Housing Policy.* Washington, DC, 2004.

FDIC. "Breaking New Ground in U. S. Mortgage Lending." *FD/C Outlook* (Summer 2006).

Federal Reserve Bank of Chicago. *Credit Market Turmoil: Causes, Consequences, and Cures.* Chicago, 2008.

Fields, Gary. "Vermont Mortgage Laws Shut the Door on Bust—andBoom." *Wall Street Jour - nal*, August 17, 2009, p. A1.

Financial Planning Ass'n, v. SEC, 482 F. 3d 481 (D. C. Cir. 2007).

Fink, Matthew P. *The Rise of Mutual Funds, An Insider's View.* New York: Oxford University Press, 2008.

First Alliance Mortgage Co., In re, 471 F. 3d 977, 984 (9th Cir. 2006).

Fletcher, Richard. "Forking Out More to the Financial Regulator May Not Be Money Well Spent." *Daily Telegraph* (London), October 18, 2008, p. 31.

Forrester, Julian Patterson. "Fannie Mae/Freddie Mac Uniform Mortgage Instruments: The Forgotten Benefit to Homeowners," *Missouri Law Review* 72 (2007): 1078.

Frank, Robert H. "Should Congress Limit Executive Pay?" *New York Times*, January 4, 2009, p. BU5.

Freddie Mac. "Freddie Mac Releases Fourth Quarter Financial Results," February 28, 2008.

Freeman, James. "Eliot Spitzer and the Decline of AIG." *Wall Street Journal*, May 16, 2008, p. A13.

Friedman, Jeffrey. "Bank Pay and the Financial Crisis." *Wall Street Journal*, September 24, 2009, p. A21.

Gasparino, Charles. *The Sellout.* New York: HarperCollins, 2009.

Gilreath, Evan M. "The Entrance of Banks Into Subprime Lending: FirstUnion and the Money Store." *North Carolina Banking Institute* 3 (1999): 149.

"Give Bank Boards a Spine," *Wall Street Journal*, May 21, 2008, p. C12.

"Global Shares Hit by Bank Plan Doubt." *Financial Times* (London), December 14, 2007, p. 1.

Goodman, Peter S. "Late - Fee Profits May Trump Plan to Modify Loans." *New York Times*, July 30, 2009, p. A1.

——. "Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy." *New York Times*, October 9, 2008, p. A1.

Gore, Al, and David Blood. "We Need Sustainable Capitalism." *Wll Street Journal*, November 5, 2008, p. A23.

Gramm, Phil. "Deregulation and the Financial Panic." *Wll Street Journal*, February 20, 2009, p. A17.

Grant, James. *Mr. Market Miscalculates, The Bubble Years and Beyond.* Mount Jackson, VA: Axios Press, 2008.

——. "Why No Outrage?" *Wall Street Journal*, July 19 - 20, 2008, p. W1.

Greenspan, Alan. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World.* New York: Penguin Press, 2007.

——. "The Fed Didn't Cause the Housing Bubble" *Wall Street Journal*, March 11, 2009, p. A15.

Guerrera, Francesco, and Krishna Guba. "Fed Turns a $ 14bn Profit on Crisis Loans" *Financial Times* (London), August 31, 2009, p. 1.

Gup, Benton E., ed. *Too Big to Fail.* Westport, CT: Praeger, 2004.

Harris, Ethan S. *Ben Bernanke's Fed.* Boston: Harvard Business School Press, 2008.

Hilsenrath, Jon. "Fed Official Sees Faster Rate Increases in Future." *Wall Street Journal*, Sep - tember 26 - 27, 2009, p. A2.

Hitt, Greg. "Economic Woes Get a Fix: Witch Hunt." *Wall Street Journal*,

July 19, 2003, p. A3.

Holmes, Stephen A. "Fannie Mae Eases Credit to Aid Mortgage Lending." *New York Times*, September 30, 1999.

Homer, Sidney, and Richard Sylla. *A History of Interest Rates*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2005.

Husock, Harold. "Housing Goals We Can't Afford." *New York Times*, December 11, 2008, p. A49.

Ip, Greg. "The Global Credit Crunch: Credit Crunches Aren't What They Used to Be—The Shift to Capital Markets from Banks Brings Tumult." *Wall Street Journal*, October 7, 1998, p. A18.

Jenkins, Holman W., Jr. "Buffetf's Unmentionable Bank Solution." *Wall Street Journal*, March 11, 2009, p. AI3.

Jenkins, Patrick, and George Parker. "Bankers Rail Against Proposals in UK Government's Walker Review." *Financial Times* (London), July 17, 2009, p. 1.

Jones, Sam. "Of Couples and Copulas. *Financial Times* (London), April 25 - 26.

Karmin, Craig. "Shareholders Renew Push to Regulate Executive Pay." *Wall Street Journal*, February 13, 2009, p. C1.

Kelly, Kate. "Inside the Fall of Bear Steams." *Wall Street Journal*, May 9 - 10, 2009, p. W3.

Kouwe, Zachery. "As Banks Repay Bailout Money, U. S, Sees a Profit." *New York Times*, August 31, 2009, p. A1.

Kroszner, Randall S. "The Community Reinvestment Act and the Recent Mortgage Crisis." Address delivered before the Confronting Concentrated Poverty Policy Forum, Washington, DC, December 3, 2008, www. federalreserve. gov/newsevents/speech/kroszner20081203a. htm.

Labaton, Stephen. "An Overhaul of Financial Rules Is Taking Shape." *New York Times*, June 1, 2009.

——. "Regulators Spar for Turf in Financial Overhaul." *New York Times*, July 25, 2009, p. B1.

Langley, Monica. *Tearing Down the Walls.* New York: Simon and Schuster, 2003.

Lattman, Peter, and Jeffrey McCracken. "Buyout Shops Swoop In for a Feast on the Cheap." *Wall Street Journal*, December 31, 2003, p. C1.

Larsen, Peter Thai. "Gloves to Come Off as FSA Ends 'Light Touch' Era." *Financial Times* (London), March 13, 2009, p. 17.

"Lehman's First." *Investment Dealers Digest*, November 17, 2007.

Lewis, Michael. *The Big Short: Inside the Doomsday Machine.* New York: W. W. Norton & Co., Inc. 2010.

Lichtblau, Eric. "Wall St. Fraud Prosecutions Fall Sharply." *New York Times*, December 25, 2008, p. A1.

Lipton, Eric, and Ron Dixon. "With Its Own Ills, Bank Lends Only a Trickle of Bailout Funds." *New York Times*, January 14, 2009, p. A1.

Lipton, Eric, and Stephen Labaton. "A Deregulator Looks Back, Unswayed." *New York Times*, November 17, 2008, p. A1.

Lore, Kenneth G., and Cameron L. Cowan. *Mortgage - Backed Securities.* Danvers, MA: Thomson/West, 2007.

Lowenstein, Roger. *The End of Wall Street.* New York: Penguin Press, 2010.

Lucchetti, Aaron. "Goldman's Blankfein Calls for Pay Change." *Wall Street Journal*, April 8, 2008, p. C3.

Luce, Edward, and Chrystia Freeland. "Summers Backs State Action." *Financial Times* (Lon-don), March 9, 2009, p. 1.

Mallaby, Sebastian. *More Money than God.* New York: Penguin Press, 2010.

Maremount, Mark. "Highflying Financier Faces Questions Over Fund Empire." *Wall Street Journal*, April 15, 2009, p. A1.

Markham, Jerry W. "Banking Regulation: Its History and Future." 4 *North*

Carolina Banking Institute (2000): 221.

——. "Excessive Executive Compensation—Why Bother?" *Marylang Journal of Business &Technology Law* 2 (2008): 277.

——. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry—History and Theory." *Temple Law Review* 64 (1991): 59.

——. "Glass Steagall vs. Gramm - Leach - Bliley—A Test Match for the Bankers." *University of Pennsylvania Law & Business Journal* 4 (2010): 12.

——. "Guarding the Kraal—On the Trail of the Rogue Trader." *Iowa Journal of Corpora - tion Law* 21 (1995): 131.

——. "Merging the SEC and CFTC—A Clash of Cultures." *University of Cincinnati Law Review* 78 (2009): 537.

——. "Mutual Fund Scandals—A Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments." *Hasting Business Law Journal* 3 (2006): 67.

——. "Regulating Credit Default Swaps in the Wake of the Subprime Crisis." Working Paper for the International Monetary Fund Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law. Washington, DC, December 2, 2009.

——. "SEC v. Goldman Sachs & Co. —Serious Fraud or Just More Banker Bashing?" *Futures & Derivatives Law Review* 30 (2010): 7.

——. "The Subprime Crisis—Some Thoughts on a 'Sustainable' and 'Organic' Regulatory System." *Florida International University Law Review* 4 (2009): 381.

Markham, Jerry, and Daniel J. Harty. "For Whom the Bell Tolls: The Demise of Exchange Trading Floors and the Growth of ECNs." *Journal of Corporation Law* 33 (2008): 865.

Martin, Justin. *Greenspan.* Cambridge, MA: Perseus, 2000.

Mason, David L. *From Building and Loans to Bail - Outs.* New York: Cambridge University Press, 2004.

Mayer, Martin. *The Bankers.* New York: Truman Talley Books/Dutton, 1997.

McDonald, Lawrence G., and Patrick Robinson. *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers.* New York: Crown Business Press, 2009.

McIntire, Mike. "Murky Middleman." *New York Times*, April 4, 2009, p. B1.

McGinn, Daniel. *House Lust, American's Obsession with Our Homes.* New York: Doubleday Press, 2008.

McGray, Douglas. "Checked Cashers Redeemed." *New York Tims Magazine*, November 9, 2008, p. 101.

"The Meltdown That Wasn't." *Wall Street Journal*, November 15 - 16, 2008, p. A10.

Merced, Michael de la. "Supreme Court Moves to Delay Chrysler's Sale." *New York Times*, June 9, 2009, p. A1.

Michaelson, Adam. *The Foreclosure of America.* New York: Berkley Books, 2009.

Mollenkamp, Carrick, and Serena Ng. "Wall Street Wizardry Amplified Credit Crisis—ACDO Called Norma Left 'Hairball of Risk'; Tailored by Merrill Lynch." *Wall Street Journal.* December 27, 2007, p. A1.

Morgenson, Gretchen. "How the Thundering Herd Faltered and Failed." *New York Times*, November 9, 2008, p. BU1.

——. "They Left Fannie Mae, But We Got the Legal Bills." *New York Times*, September 6, 2009, p. BU1.

Morris, Charles R. *Money, Greed, and Risk.* New York: Random House, 1999.

——. *The Trillion Dollar Meltdown.* New York: PublicAffairs, 2008.

Morris, Dick, and Eileen McGann. *Catastrophe and How to Fight Back.* New York: Harper - Collins, 2009.

Moss, Michael, and Geraldine Fabrikant. "Once Trusted Mortgage Pioneers,

Now Pariahs." *New York Times*, December 25, 2008, p. A1.

Muolo, Paul, and Mathew Padilla. *Chain of Blame, How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2008.

NationsBank, N. A. v. Commercial Financial Services, 268 B. R. 579 (N. D. Okla. 2001).

Niraj, Seth, Jackie Range, and Geeta Anand. "Corporate Scandal Shakes India." *Wall Street Journal*, January 8, 2009, p. A1.

Norris, Floyd. "The Deal That Fueled Subprime." *New York Times*, March 6, 2009, p. B1.

——. "A Month - Long Walk on the Wild Side of the Stock Market." *New York Times*, No - vember 1, 2008, p. B1.

Office of Federal Housing Enterprise Oversight. "Report of Findings to Date from Special Examination of Fannie Mae," September 17, 2004.

Office of the Attorney General of the State of New York. www. oag. state. ny. us/ about. html.

O'Harrow, Robert, Jr., and Brady Dennis. "Credit Rating Downgrade, Real Estate Collapse Crippled AIG - 3rd of Three Parts." *Los Angeles Times*, January 2, 2009, http: //articles. latimes. com/2009/jan/02/business/fi - aig2/.

Olson, James S. *Saving Capitalism, The Reconstruction Finance Corporation and the New Deal*, 1933 - 1940. Princeton: Princeton University Press, 1988.

Paletta, Damian. "Single Regulator Plan for Banks Now Close." *Wall Street Journal*, May 28, 2009, p. A2.

Paletta, Damian, and Kara Scannell. "Financial Overhaul Raises Questions." *Wall Street Journal*, May 29, 2009, p. A2.

Paulson, Henry M., Jr., *On the Brink.* New York: Business Plus, 2010.

Paul Weiss Wharton, Rifkind & Garrison. "A Report to the Special Review Committee of the Board of Directors of Fannie Mae." February 23, 2006.

Phillips, Kevin. *Bad Money.* New York: Viking, 2008.

Pignal, Stanley, and Brooke Masters. "UBS Under Fire Over Madoff." *Financial Times* (London), February 26, 2009, p. 13.

Pritchard, Adam C. "London as Delaware." University of Cincinnati Low Review 78 (2009): 473.

Pulliam, Susan, and Tom McGinty. "Congress Helped Banks Defang Key Rule." *Wall Street Journal*, June 3, 2009, p. A1.

Puzzanghera, Jim. "Former Fed Chief 'Shocked' by Crisis." *Los Angeles Times*, October 24, 2018, p. A1.

Quercia, Roberto, Michael Stegman, and Walt Davis. "Assessing the Impact of North Carolina's Predatory Lending Law." *Housing Policy Debate* 15 (2004): 2.

Ramo, Joshua Cooper. "The Three Marketeers." *Time*, February 15, 1999.

Rappaport, Liz. "Lewis Says U. S. Ordered Silence on Deal." *Wall Street Journal*, April 23, 2009, p. A1.

Rattner, Steven. *Overhaul.* New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2010.

Reddy, Sudeep. "Bernanke Expresses Frustration Over AIG Rescue." *Wall Street Journal*, March 4, 2009, p. A2.

"Regulatory Reform." *Securities Regulation and Law Report* 41 (March 2, 2009): 335.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different.* Princeton: Princeton University Press, 2009.

Rubin, Robert E., and Jacob Weisberg. *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington.* New York: Random House, 2003.

Ryan, Vincent. "Shiller to CFOs: Quick Action Needed to Avert 'D - Word.'" *CFO*, March 9, 2009, http://www.cfo.com/article.cfm/13257035/c_13254232? f=todayinfinance_next/.

Scannell, Kara. "Judge Rules for Pasternak in SEC's Fraud Case." *Wall Street Journal*, June 13, 2008, p. C2.

Scannell, Kara, and John R. Emshwiller. "Countrywide Chief Charged with

Fraud." *Wall Street Journal*, June 5, 2009, p. C1.

Scheiber, Noam. "A New Theory of the AIG Catastrophe." *New Republic*, April 15, 2009.

Schwab, Charles R. "Brokers Aren't Responsible for Bad Bets." *Wall Street Journal*, August 19, 2009, p. A15.

Scott, Hal S. *The Global Financial Crisis.* New York: Foundation Press, 2009.

"Secretary of the Fed." *Wall Street Journal*, March 20, 2009, p. A14.

Securities and Exchange Commission. "Temporary Exemptions for Eligible Credit Default Swaps to Facilitate Operation of Central Counterparties to Clear and Settle Credit Default Swaps;" 2009 SEC LEXIS 71, January 14, 2009.

Segal, David. "Financial Fraud Rises as Target for Prosecutors." *New York Times*, March 12, 2009, p. A1.

Servigny, Arnaud de, and Norbert Jobst, ed. *The Handbook of Structured Finance.* New York: McGraw - Hill, 2007.

Shiller, Robert. "In Defense of Financial Innovation. *Financial Times* (London), September 28, 2009, p. 9.

Solomon, Deborah. "Treasury's Paulson Warns of the Costs of Rules Overlap." *Wall Street Journal*, November 21, 2006, p. A2.

Sorkin, Andrew Ross. "Bringing a Bitter Pill to Wall StreetZ." *New York Times*, September 15, 2009, p. B1.

Spitzer, Eliot. "How to Ground the Street." *Washington Post*, November 16, 2008, p. B1.

Stewart, Guy. *Discriminating Risk: The U. S. Lending Industry in the Twentieth Century.* Ithaca: Cornell University Press, 2003.

Stone, Amey, and Mike Brewster. *King of Capital: Sandy Weill and the Making of Citigroup.* New York: John Wiley and Sons, 2002.

Strickland, Jason T. "The Proposed Revelatory Changes to Fannie Mae and Freddie Mac: An Analysis." *North Carolina Banking Institute* 8 (2004): 267.

"The Subprime Lending Bias." *Investors Business Daily*, December 22, 2008.

Sykora, Allen. "Gold's Perfect Storm." *Wall Street Journal*, February 23, 2009, p. C5.

Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable.* New York: Random House, 2007.

——. *Fooled by Randomness.* New York: Random House, 2004.

Tett, Gillian. *Fool's Gold.* New York: Free Press, 2009.

"Traders Group Faults SEC Over Decision on Short Selling Ban." *Securities Regulation and Law Report* 41 (January 19, 2009): 85.

Treaster, Joseph B. *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2004.

UBS. Shareholder Report on UBS's Write – Downs. April 2008.

Valukas, Anton R. Report in *In re Lehman Brothers Holdings Inc.* Ch. 11 Case No. 08 – 13555 (JMP) (S. D. N. Y. March 11, 2010).

Wallison, Peter J. "Barney Frank, Predatory Lender." *Wall Street Journal*, October 16, 2009, p. A19.

——. *Fair Value Accounting: A Critique.* Washington, DC: American Enterprise Institute, July 2008.

Wallison, Peter J., ed. *Serving Two Masters, Yet Out of Control.* Washington, DC: AEI Press, 2001.

Wallison, Peter J., Thomas H. Stanton, and Bert Ely. *Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks.* Washington, DC: AEI Press, 2004.

Ward, Vicky, *The Devil's Casino.* New York: John Wiley & Sons, 2010.

Watters v. Wachovia, 550 U. S. 1 (2007).

Weill, Sandy, and Jadha S. Kraushaar. *The Real Deal: My Life in Business and Philanthropy.* New York: Warner Business Books, 2006.

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

Wesbury, Brian S., and Robert Stein. "Mr. President, Suspend Mark - to - Market." Forbes. com, January 21, 2009, at www. forbes. com/2009/01/20/accounting - treasury - obama - oped - cx_ bw_ rs_ 0121 wesburystein. html.

Wessel, David. *In Fed We Trust.* New York: Crown Business, 2009.

Whitehead, John C. "Scary." *Wall Street Journal*, December 22, 2005, p. A14.

Williamson, Elizabeth. "Political Pendulum Swings Toward Stricter Regulation—Safety Scares, Crisis in Housing Rupture a Long Consensus." *Wall Street Journal*, March 24, 2008, p. A1.

Wolf, Martin. "Seeds of Its Own Destruction." *Financial Times* (London), March 9, 2009, p. 7.

Woodward, Bob. *Maestro.* New York: Simon and Schuster, 2000.

Yago, Glenn, and Susanne Trimbath. *Beyond Junk Bonds.* New York: Oxford University Press, 2003.

Yockey, Ross. *McColl: The Man with America's Money.* Atlanta: Longstreet, 1999.

Zuckerman, Gregory. *The Greatest Trade Ever.* New York: Random House. 2009.

Zweig, Phillip. *Wriston.* New York: Crown, 1995.